Polnische Währungspolitik von 1924 bis zur Złotystabilisierung

Ein Beitrag zur Theorie der Inflation

Dissertation

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Staatswissenschaften (rer. pol.) der rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Breslau

Vorgelegt von

GERTRUD GÜNTHER

Diplomvolkswirt

1931

Druck von A. W. Kafemann G. m. b. H., Danzig

Gedruckt mit Genehmigung der rechts-
und staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Breslau

Berichterstatter: Prof. Dr. Gutmann

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Disposition.

Seite

Einleitung: Zahlungsbilanz- und Inflationstheorie 5

Erster Teil: Die tatsächlichen Vorgänge auf dem Gebiete der polnischen Währungspolitik 13

Erstes Kapitel: Die Währungsreform von 1924

1. Wirtschaftslage Polens vor Währungsreform von 1924 13
2. Die Stabilisierung der Polenmark und die Einführung des Złoty 17
3. Das neue Geldsystem 18

Zweites Kapitel: Der neue Währungsverfall

1. Die inflatorische Politik der Bank Polski und der Regierung 22
   a) Die fiskalische und wirtschaftliche Lage Polens nach der Währungsreform von 1924 23
   b) Die zweite Inflation 30
      α) Die Kreditpolitik der Bank Polski 30
      β) Die Notenausgabe des Staates 35
2. Die Wirkungen der Inflation:
   a) Preissteigerungen im Inland 38
   b) Erhöhung des ausländischen Wechselkurses . . . 44

Drittes Kapitel: Die Stabilisierung des Złoty 49

1. Die faktische Stabilisierung (Ende inflationistischer Geldschöpfung) 50
2. Die gesetzliche Stabilisierung 52
   a) Die Auslandsanleihe 53
   b) Fortfall des Notenemissionsrechts des Staates . . . 54
   c) Änderungen der Statuten der Bank Polski 54
   d) Die Devalvation 55

Zweiter Teil: Untersuchung der Vorgänge auf dem Gebiete der polnischen Währungspolitik nach theoretischen Gesichtspunkten 57

Viertes Kapitel: Kritische Betrachtung der Währungsreform von 1924 57

1. Angebliche Schwächen der Reform
   a) Das Stabilisierungsniveau 57
   b) Die 30prozentige Deckungsbestimmung 58

Seite

2. Tatsächliche Schwächen
a) Suspendierung der Einlösungspflicht 60
b) Die Möglichkeit der budgetären Notenemission . . 62
c) Das übereilte Tempo der Währungsreform 63

Fünftes Kapitel: Inflation und nicht die Gestaltung der Forderungsbilanz die Ursache des neuen Währungsverfalls 66

1. Widerlegung der zahlungsbilanztheoretischen Ursachenerklärung des Währungsverfalls 66
a) Widerlegung der These, der Złotysturz sei auf Faktoren zurückzuführen, über die Polen keine Kontrolle gehabt habe 66
α) Die Mißernte von 1924 und der Rückgang der Kohlen- und Zuckerpreise auf dem Weltmarkt 66
β) Mangel an Auslandskrediten 67
γ) Widerlegung der zahlungsbilanztheoretischen Argumentation zur Erklärung des erhöhten Preisniveaus 69
b) Widerlegung der Ansicht, der Złotysturz sei auf die zu liberale Handelspolitik der Regierung zurückzuführen 70
2. Die Ursache des Złotysturzes: die ungenügende Regulierung der Geldquantität (Inflation) 72
a) Die falsche Notenausgabepolitik der Bank Polski 72
α) Überschätzung der Bedeutung der Deckung verbunden mit einer Unterschätzung der Bedeutung der Quantität des Geldes 74
β) Unterschätzung der Wirkungen der Zinspolitik (Bedeutung des Warenwechsels als Geldschöpfungsunterlage) 75
b) Die Kleingeldinflation 76

Schluß: Währungspolitische Schlußfolgerung 77

Zahlungsbilanz- und Inflationstheorie.

Die vorliegende Arbeit soll nicht, wie es der Titel vielleicht vermuten ließe, nur eine historische Darstellung der polnischen Währungspolitik in der Zeit von 1924 bis zur Złotystabilisierung geben. Sie soll vielmehr den Versuch machen, die Vorgänge auf dem Gebiet der polnischen Währungspolitik in diesem Zeitraum von theoretischen Gesichtspunkten aus zu analysieren, sie mit den Maßstäben der modernen Währungstheorie kritisch zu untersuchen.

Polen mußte kurze Zeit nach der Stabilisierung der Polenmark und Einführung des Złoty im Jahre 1924 einen neuerlichen Währungsverfall durchmachen, dessen Ursachen von führenden polnischen Wirtschaftlern, den Männern [1]), die für die Geschicke der Währung verantwortlich waren, in zahlungsbilanztheoretischer Betrachtungsweise erklärt wurden. Diese Erklärung ist m. E. jedoch verfehlt. Der neue polnische Währungsverfall ist vielmehr ein deutlicher Beweis für die Stichhaltigkeit der Inflationstheorie.

Die Zahlungsbilanztheorie [2]) sieht die Ursache für den Währungsverfall in der Verschlechterung der Zahlungsbilanz. Dabei sieht sie folgenden Kausalnexus: Eine ungünstige Zahlungsbilanz bedeute für das betreffende Land, daß es in viel stärkerem Maße ausländische Zahlungsmittel benötige, als das Ausland Zahlungsmittel dieses Landes. Die starke Nachfrage nach ausländischen Zahlungsmitteln lasse ihre Preise steigen, während andererseits die geringe Nachfrage nach den Zahlungsmitteln des Landes mit der passiven Zahlungsbilanz bewirke, daß der Preis der heimischen Zahlungsmittel sinkt. Die Preissenkung der heimischen Zahlungsmittel ist gleichbedeutend mit einem Rückgang der Geltung der Werteinheit, infolgedessen steigen die Warenpreise. Die Warenpreissteigerung im Inlande wiederum wirke auf den Staatshaushalt ungünstig ein, da höhere Gehälter, Löhne usw. zu zahlen seien. Die Anforderungen an die Staatskasse würden bald so groß werden, daß sie nur noch mit Hilfe der Notenpresse zu befriedigen seien. Die Inflation sei dann das letzte Glied in der durch die passive Zahlungsbilanz hervorgerufenen Kette von Ursachen und Wirkungen.

Soweit die Zahlungsbilanztheoretiker in ihrer Beweisführung überhaupt darangegangen sind, auch nach den Ursachen der ungünstigen

---

1) Vgl. Młynarski, Felix: The international significance of the depreciation of the Złoty 1925, in Warshaw 1926.

2) Vgl. Diehl, Karl: Valuta, Ausgewählte Lesestücke zum Studium der politischen Ökonomie, 1925, S. 6. — Vgl. Eucken, W.: Kritische Betrachtungen zum deutschen Geldproblem, 1923, S. 4 f. — Vgl. Hahn, A.: Geld und Kredit, 1928, S. 9.

Zahlungsbilanz zu forschen, sind sie meist bei der Lösung stehen geblieben, daß der Einfuhrüberschuß, die passive Handelsbilanz, die Ursache der passiven Zahlungsbilanz sei. Damit ist jedoch wenig gesagt, da ja nun noch die Ursache des Einfuhrüberschusses festzustellen bleibt. Sofern man jenen nicht als von vornherein gegeben ansieht, weist man auf Begleiterscheinungen der passiven Handelsbilanz hin, bezeichnet sie als Ursachen und bemüht sich, durch Einfuhrverbote und protektionistische Maßnahmen jeder Art die „Heilung der Krankheit bei ihren Symptomen“ [3]) zu beginnen [4]).

Die letzten Ursachen des Einfuhrüberschusses können also durch die Zahlungsbilanztheorie nicht festgestellt werden. Es war Ricardo, der erkannte, daß die Preise der Waren die Richtung ihrer Bewegung bestimmen, daß also der durchschnittliche Preisstand der Bestimmungsgrund [5]) der Handelsbilanz und damit des intervalutarischen Kurses sei.

In seiner Schrift "The high Price of Bullion" [6]) äußert er sich gegenüber den zahlungsbilanztheoretisch fundierten Argumentationen seiner Zeitgenossen folgendermaßen: Ist eine Handelsbilanz passiv, wird also mehr importiert als exportiert, so muß hierfür der Grund in letzter Linie darin gesehen werden, daß die Güter im Inlande, in ihrer Gesamtheit betrachtet, teurer sind, als die Güter im Auslande. Die Tatsache aber, daß die Preise im Inlande relativ hoch sind, ist damit noch nicht begründet, daß im Inland ein dringender Bedarf, sei es an Gütern überhaupt, sei es an Importwaren insbesondere, besteht [7]). Der grundlegende Fehler dieser Argumentation liegt, sagt Hahn, darin,

---

3) Machlup, Fritz: Die Goldkernwährung, Halberstadt 1928, S. 130.

4) So hat man *) z. B. die passive Wirtschaftsbilanz als Ursache der Passivität der Zahlungsbilanz bezeichnet. Unter passiver Wirtschaftsbilanz ist eine Wirtschaft zu verstehen, in der mehr verbraucht als erzeugt wird, der umlaufende Gütervorrat ständig abnimmt, so daß immer wieder eine relative Geldüberfülle entstehen muß, die ein Sinken des intervalutarischen Kurses nach sich zieht. Soweit die passive Wirtschaftsbilanz unabhängig von der Geldentwertung besteht, hat sie doch nicht die behauptete Wirkung auf die Zahlungsbilanz. Es liegt hier die falsche Auffassung zugrunde, als ob ein Bedarf allein eine Einfuhr schaffen könne.

*) Vgl. z. B. v. Beckerath, Die Markvaluta, 1920, S. 31 f.

5) Bendixens Einwand, der „Preisdurchschnitt sei für die Zahlungsbilanz und den Stand der Valuta ganz gleichgültig“ (Geld und Kapital, S. 4), dürfte nicht zutreffen. B. führt zunächst selber aus, daß die Preiserhöhung „derjenigen Waren, die zur Einfuhr gelangen, die Valuta beeinflußt“. Der intervalutarische Kurs wird nun aber nur dann durch diese Preiserhöhung berührt, wenn auch der Preisdurchschnitt gestiegen ist. Denn wäre dieser nicht gestiegen, so wäre das gleichbedeutend mit einer entsprechenden Preissenkung bei anderen Waren, was den Export dieser Waren beeinflussen und in entgegengesetzter Richtung auf den intervalutarischen Kurs wirken würde. Allerdings ist der Preisdurchschnitt nur eine fiktive Größe. Demgegenüber weist Machlup **) jedoch mit Recht darauf hin, daß „Durchschnitt“ auch die Komponente verschiedenartiger Bewegungen sein könne und ihm so als gemeinsamen Ausdruck eines Ursachenkomplexes auch eine Wirkung zugerechnet werden könne. Es ist also richtig, den Preisdurchschnitt als für Zahlungsbilanz und intervalutarischen Kurs maßgebende Größe zu bezeichnen.

**) Machlup, a. a. O. S. 134.

6) Proposals for an economical and secure currency, London 1816, S. 266/67.

7) Eucken, a. a. O. S. 20.

„daß ein Bedarf allein nie eine Einfuhr erwecken kann“ [8]). Erst wenn der Bedarf durch künstliche Kaufkraftschöpfung, durch Inflation, kaufkräftig gemacht ist, wird er hohe Preise bewilligen und daher preissteigernd wirken. Es ist also in letzter Linie diese Kaufkraftschöpfung für die Geldwertsenkung und darüber hinaus für die Steigerung des intervalutarischen Kurses verantwortlich [9]).

Selbstverständlich kann nicht geleugnet werden, daß die Zahlungsbilanz vorübergehend allerdings Einfluß auf die Gestaltung des intervalutarischen Kurses haben kann. Wenn die Entstehungsursachen des intervalutarischen Kurses erklärt werden sollen, kann die Zahlungsbilanz nur als Forderungsbilanz aufgefaßt werden, d. h. als Gegenüberstellung von Zahlungen, die zu einem bestimmten Zeitpunkt geleistet werden sollen oder wollen. Eine Gegenüberstellung der tatsächlich durch Devisen geleisteten Zahlungen kann für die Kursbildung keine Bedeutung haben. Durch zufällige Unregelmäßigkeiten von Angebot und Nachfrage auf dem Valutenmarkt ruft die Zahlungsbilanz die temporären Schwankungen des intervalutarischen Kurses hervor. Diese Schwankungen sind nur temporär, weil die Zahlungsbilanz unter normalen Zuständen (d. h. hier, wenn das innere Preisniveau nicht inflatorisch aufgebläht wird) den Mechanismus der „Selbstkorrektur“ in sich trägt.

Das jeweilige Stärkeverhältnis von Angebot und Nachfrage bestimmt also wohl den intervalutarischen Kurs. Dieses Verhältnis wird aber wesentlich beeinflußt durch den Stand des Preisniveaus, da dieses den Güteraustausch reguliert, woraus dann Angebot und Nachfrage resultieren. Die Güterpreisgestaltung und die durch die internationalen Preisdifferenzen ausgelösten Warenkäufe und -verkäufe bestimmen also letzten Endes die Handels- und ceteris paribus die Zahlungsbilanz. Diese kann unter normalen Verhältnissen niemals die einzige Ursache einer endgültigen Währungszerrüttung sein. Denn sie ist gewissermaßen nichts anderes als die eine Verschiebung ausgleichende Bewegung, die mit „Wiederherstellung der Entsprechung“ [10]) ihr Ende finden muß. Gestört kann diese Selbstregulierung, diese Wiederherstellung der Entsprechung, nur durch eine Inflation werden.

Dafür, daß die praktische Währungspolitik, die auf zahlungsbilanztheoretischen Grundsätzen beruht, für die Geschichte einer Währung im höchsten Grade verhängnisvoll werden kann, gibt die Geschichte der Währungszerrüttungen nach dem Weltkriege wieder mannigfache Beispiele. Da die Zahlungsbilanztheoretiker in der passiven Zahlungsbilanz das erste, in der „Inflation“ aber erst das letzte Glied in

8) Hahn, a. a. O. S. 9.
9) Hahn, a. a. O. S. 9/10.
10) Schumpeter, Josef: Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige, Arch. f. Sozialw., Bd. 44 S. 630.

der Kette der Ursachen erblicken, richten sich ihre Abhilfemaßnahmen auf Einfuhrverbote, auf Stärkung der einheimischen Wirtschaft durch liberale Kreditgewährung der Banken usw., während die eigentlichen Inflationsquellen unterdessen unangetastet ihre verhängnisvolle Wirkung weiter ausüben können.

Während die Zahlungsbilanztheorie die Ursache für die Verschlechterung der Währung in der Unausgeglichenheit der Zahlungsbilanz sieht, sucht die Inflationstheorie die Ursache für die Währungszerrüttung in dem durch Vermehrung der Umlaufsmittel entstandenen verringerten Binnenwert des Geldes.

Wenn das Wesen des Geldes darin liegt, daß es eine „Anweisung auf Güter" ist, so wird jedes Wirtschaftssubjekt normalerweise sein Geldeinkommen unter dem Gesichtspunkt betrachten, wieviel Güter dafür zu erlangen sind. Da die „Anweisungen auf Güter"[11]), die die Geldeinheiten darstellen, nicht auf bestimmte Objekte lauten, sondern ihren konkreten Inhalt erst beim Kaufen erhalten, so ist zunächst die Frage zu beantworten, wovon die Geltung der Einkommenseinheit auf dem Markte abhängt. Die Einkommenseinheiten sind „die Eintrittsbilletts"[12]), die „Tickets"[13]) zum Güterreservoir. Ihre Geltung hängt von dem Verhältnis von Güteransprüchen und ihren Befriedigungsmöglichkeiten innerhalb der Volkswirtschaft oder, anders ausgedrückt, von ihrer Kauffähigkeit ab. Das Kaufkraftproblem stellt sich also dar als das Problem des Geldpreises der einzelnen Waren, deren reziproker Wert eben die Kaufkraft der Einkommenseinheit gegenüber der einzelnen Ware ist.

Da nun das „generelle Gut" Geld eine Verkörperung von Warenansprüchen ist und sein Besitz eine Beteiligungsmöglichkeit begründet, so muß, falls die Geldmenge in einer Weise geändert wird, die neue Verteilungsansprüche entstehen läßt, auch die Geltung der Einkommenseinheit, der „Geldwert", berührt werden. Die Quantitätstheorie enthält also insofern gewiß eine einfache Wahrheit, als die durch Vermehrung des generellen Gutes erhöhte Einkommenssumme wohl die Anweisungen auf das Reservoir spezieller Güter erhöht, ohne das Reservoir selbst aber zu bereichern. Wird das Mißverhältnis zwischen dem Geltungsbestand an generellen Gütern, die für den Kauf verwendbar sind, und dem Vorrat an speziellen Gütern, deren Geltung sich im Preise äußert[14]), akut, so muß der reale Gehalt der Einkommenssumme sinken und das Preisniveau steigen.

Bezeichnet man die Summe der Einkommen aller Wirtschaftssubjekte einer Volkswirtschaft im Wirtschaftsjahr mit E, die zirkulierende Geld-

11) Schumpeter, a. a, O. S. 636.
12) Schumpeter, a. a. O. S. 647.
13) Mill, J. St.: Principles of Political Economy, London 1886, S. 296.
14) Gutmann, Franz: Handwb. d. Staatsw., 4. Aufl., Staatliche Geldtheorie, S. 762.

menge mit M, die durchschnittliche Umlaufsgeschwindigkeit oder „Effizienz" des Geldes mit U, die Menge der einzelnen Gebrauchs- und Verbrauchsgüter mit m_1, m_2, m_3 . . . usw., und ihre Preise mit p_1, p_2, p_3 . . . usw., so gilt die Gleichung:

$$E = M \times U = p_1 m_1 + p_2 m_2 + \ldots . p_n m_n.$$

Wenn man alles unter den Geldbegriff rechnet, was die Rolle des Geldes tatsächlich ausfüllt, so wird man unter M nicht nur Gold-, Silber- und Scheidemünzen und Papiergeld rechnen müssen, sondern auch Scheck- und Giroguthaben, ferner alle Beträge von Zahlungen, die Einkommensverwendungen darstellen (Clearing) und überhaupt Kreditinstrumente und Forderungsrechte aller Art, sofern sie tatsächlich die Geldrolle erfüllen.

Die Einkommenssumme E ist nun nicht nur abhängig von der umlaufenden Geldmenge, sondern auch davon, wie oft dieselbe Geldeinheit als Element vom Geldeinkommen ausgegeben wird. Man nennt dies die Effizienz des Geldes.

Wenn auch die Effizienz des Geldes zahlenmäßig schwerer zu erfassen ist, so steht jedoch fest, daß ihre Zunahme wie eine Vermehrung des Geldes wirkt. Deshalb ist es, wie Schumpeter sagt, „nur eine Frage der gedanklichen Konstruktion", ob man von einer Vermehrung der Geldmenge oder einer Beschleunigung des Geldumlaufs sprechen will [15]).

Die Quantitätstheorie läßt nun eine Folgerung zu, die die Grundlage der Inflationstheorie bildet: Die Vergrößerung der Menge der in einem Lande umlaufenden Zahlungsmittel ist (bei gegebener Effizienz und gegebener Gütermenge) stets die Ursache und nicht etwa die Folge einer Preiserhöhung [16]). Der Kausalzusammenhang des Prozesses der Währungszerrüttung stellt sich nach der Inflationstheorie folgendermaßen dar: Der Binnenwert des Geldes, d. h. die innere Marktgeltung der Werteinheit, sinkt infolge einer Vergrößerung des Zahlungsmittelumlaufs, der mit der Entwicklung der Wirtschaft nicht in Einklang steht; denn ertragbar und in dem Falle sogar auch notwendig ist eine Geldvermehrung nur dann, wenn ein gleichzeitiges Wachsen des Wirtschaftsvolumens damit verbunden ist. Es wird durch Vermehrung der Zahlungsmittel (die meist zur Deckung des Budgetdefizits erfolgt) zusätzliche Kaufkraft geschaffen, die die Preise im Inland in die Höhe

15) Schumpeter, a. a. O. S. 674.

16) Daß die Änderungen der Geldmenge auch eine Funktion veränderter Konjunktur, veränderter Produktionsverhältnisse, mithin auch der Zahlungsbilanz, kurz, der sogen. „Warenseite" sein können, soll nicht abgeleugnet werden. Eine Verringerung der Gesamtmasse von Gütern, die mit einer gegebenen Geldmenge umgesetzt werden soll, müßte die gleiche Einwirkung auf die Preise haben. Doch spielt die Einschränkung der Gesamtgütererzeugung, die während der Kriegs- und Nachkriegszeit in den Ländern Europas zu beobachten war, gegenüber der Preissteigerung durch vergrößerten Zahlungsmittelumlauf eine ganz unbedeutende Rolle. Vgl. Cassel in Diehl, Valuta, S. 93.

treibt, da dem vermehrten Geldeinkommen der wirtschaftenden Menschen kein vermehrtes Warenangebot gegenübersteht. Die Preiserhöhung wirkt auf die Geltung der Geldeinheit des betreffenden Landes im Ausland; denn der primäre Bestimmungsgrund des intervalutarischen Kurses ist die Kaufkraft, die sich das Ausland mit dem Gelde verschaffen kann, und diese hängt vom Binnenwert des Geldes ab, d. h. vom Stand des allgemeinen Preisniveaus. Mit der Warenpreissteigerung im Inland ist also eine Erhöhung des intervalutarischen Kurses verbunden.

Die Währungspolitik muß vom Standpunkt der Inflationstheoretiker vor allen Dingen auf die Stabilität des Binnengeldwertes, d. h. der Kaufkraft des Geldes gegenüber den Waren gerichtet sein. Diese Politik kann als erfolgreich angesehen werden, sofern Güterpreise und Einkommen nicht durch Geldschöpfung verändert werden. Die Stabilität des Binnengeldwertes ist ein Quantitätsproblem und als solches der Ausgangspunkt vernünftiger Währungspolitik.

Zwei Einwände sind in den vergangenen Jahren gegen die Inflationstheorie gemacht worden, auf die hier noch eingegangen werden soll, da sie auf Grund allerdings nur oberflächlicher Beobachtung auch der polnischen Preis- und Währungsverhältnisse hätten erhoben werden können.

Man hat behauptet, daß die Vergrößerung des Notenumlaufes nicht die Ursache der Preissteigerung sein könne, da der Notenumlauf, der nominell allerdings ungeheuer gestiegen sei, dem Goldwert nach dagegen beträchtlich und dauernd gefallen sei. Diese Entwicklung könne in ihrem ursächlichen Zusammenhang vielmehr nur begriffen werden, wenn man von der Zahlungsbilanz und der „Valuta" ausginge. Man hat sogar unter Hinweis auf den Rückgang des Realwertes des Notenumlaufes zur „Bekämpfung der Geldknappheit" verlangt, daß der Notenumlauf weiter gesteigert würde.

Wenn es auch eine richtige Beobachtung ist, daß in bestimmten Phasen der Inflation der Notenumlauf im Vergleich zu den Preisen zurückgegangen ist, so ist das noch keine Widerlegung der Inflationstheorie. Denn die Effizienz des Geldes nimmt bei fortschreitender Inflation durch das Mißtrauen in die Wertbeständigkeit des einheimischen Geldes bedeutend zu. Dadurch wird gemäß der oben dargelegten quantitätstheoretischen Grundformel dieselbe Wirkung auf den „Geldwert" oder das Preisniveau ausgeübt, als ob die Menge der Zahlungsmittel vergrößert sei. Außerdem gehören dazu nach unserer Definition der Geldmenge nicht nur körperliche Zahlungsmittel, sondern ebenso auch Zahlungsmittel in Form von Scheck und Giroguthaben. Tritt auf dem Wege der Girokredite eine Vermehrung des Zahlungsmittelumlaufes ein, so werden hierdurch zunächst im Großverkehr Preissteigerungen hervorgerufen. „Erst wenn die Preissteigerung in den Kleinverkehr,

in dem im wesentlichen „notal" und nicht mehr „giral" gezahlt wird, übergeht, geschieht die Umwandlung des Giralgeldes in notales Geld und der Geldumlauf steigt" [17]). Es sei also sehr gut möglich, sagt Hahn, ohne daß darum das quantitätstheoretische Schema an Richtigkeit verlöre, daß tatsächlich der Notenumlauf erst nach erfolgter Preissteigerung zunehme.

Auch die im allgemeinen bei jeder Inflation zu beobachtende Divergenz zwischen intervalutarischem Kurs und innerem Preisniveau kann kein Argument gegen die Inflationstheorie bilden, da das Vorauseilen des fremden Wechselkurses sehr wohl damit erklärt werden kann, daß die künstliche Steigerung des Preisniveaus des inflatorischen Landes in die augenblickliche Bewertung des Geldes durch das Ausland mit eingerechnet wird. Die Richtigkeit der Quantitätstheorie dürfte daher dadurch eher bekräftigt als widerlegt werden.

Die Darstellung der polnischen Währungspolitik von 1924 bis zur Złotystabilisierung soll beweisen, daß der Zusammenbruch der Złotywährung im Juli 1925 in erster Linie auf Faktoren zurückzuführen war, die von der „Geldseite" her wirksam wurden. Es soll weiterhin gezeigt werden, daß der abermaligen polnischen Währungszerrüttung erst Einhalt geboten werden konnte, nachdem die für die Aufrechterhaltung der Währung verantwortlichen Stellen konsequent die Lehren der Inflationstheorie befolgten.

---

17) Hahn, a. a. O. S. 9.

ERSTER TEIL.

Die tatsächlichen Vorgänge auf dem Gebiet der polnischen Währungspolitik.

Erstes Kapitel.

Die Währungsreform von 1924.

Zum vollen Verständnis der Entwicklung, die die polnische Währungspolitik nach der Stabilisierung der polnischen Mark genommen hat, dürfte es angebracht sein, zunächst einen Blick auf die gesamte Wirtschaftslage Polens vor diesem Zeitpunkt mit besonderer Berücksichtigung der Währungs- und Finanzverhältnisse zu werfen.

Die Wirtschaftslage Polens vor der Währungsreform von 1924.

Der Krieg und die Begründung eines Staatengebildes, das aus drei strukturell ganz verschiedenen Teilgebieten zusammengesetzt war, erschwerten den Aufbau der Wirtschaft Polens in hohem Grade. Zu der großen Aufgabe, einen staatlichen Verwaltungsapparat neu zu schaffen, gesellte sich die andere wohl noch schwierigere, die aus ihrer organischen Verbundenheit herausgerissenen Länderteile zu vereinheitlichen und aufeinander einzustellen. Gerade mit Rücksicht auf die Währungsbedingungen kam dieser Aufgabe eine besonders schwerwiegende Bedeutung zu: waren doch bei der Entstehung der neu geschaffenen Republik Polen vier verschiedene Rechnungseinheiten vorhanden, nämlich die deutsche Mark, die österreichische Krone, der russische Rubel und die polnische Mark, letztere eine Kriegsschöpfung der deutschen Okkupationsbehörde. Diese Zersplitterung im Geldwesen des neuen Umlaufsgebietes erschwerte die Erfüllung der volkswirtschaftlichen Funktionen des Geldes und brachte von vornherein einen allgemeinen Faktor der Verwirrung und der Unsicherheit in das Wirtschaftsleben, der sich um so mehr auswirken konnte, da die verschiedenen Geldarten jeweils noch verschiedene Hauptumlaufsgebiete hatten und außerdem ungleich bewertet wurden. Die unangenehm empfundene höhere Bewertung der

deutschen Mark und der österreichischen Krone gegenüber der Polenmark beschleunigte die Bestrebungen, die Polenmark zum einzigen gesetzlichen Zahlungsmittel zu erheben. Jedoch erst durch die Gesetze vom 20. November 1919 und vom 24. März 1920 verloren die deutsche Mark und die österreichische Krone ihre gesetzliche Zahlungsmittelfunktion. Als dann noch durch das Gesetz vom 24. April 1920 der Rubel als Rechnungseinheit ausgeschaltet wurde, war endlich die Vereinheitlichung der polnischen Währung, d. h. hier die Durchsetzung der polnischen Mark als einziges gesetzliches Zahlungsmittel in ganz Polen erreicht. Durch die Unifizierung der polnischen Währung konnte jedoch die auch in diesem Lande seit Kriegsende ständig fortschreitende Inflation nicht beendet werden.

Die Wurzeln der Zerrüttung der polnischen Währung lagen schon in der inflatorischen Vermehrung der umlaufenden Geldzeichen der Okkupationsmächte. Da deren Währungen schon bei Kriegsende inflatorisch unterhöhlt waren, wuchsen auch diejenigen Zahlungsmittelmengen übermäßig an, die in dem neu entstandenen Umlaufsgebiet der polnischen Republik die Zahlungsmittelfunktion ausübten. Doch erst nach Übernahme der Staatsgewalt durch die polnische Regierung nahm der polnische Währungsverfall Ausmaße an, die schließlich zum Zusammenbruch der polnischen Markwährung führten.

Der Steuerertrag in dem neuen Wirtschaftsgebiet war nur unbedeutend, da es an einem leistungsfähigen Steuersystem fehlte, das zum großen Teil erst vollständig neu zu schaffen war. Tatsächlich waren regelmäßige Staatseinnahmen durch Steuern so gut wie nicht vorhanden, da sogar, abgesehen von der Unzulänglichkeit des Steuersystems, die zu besteuernde Materie, die Privatwirtschaft, infolge der Zerstörungen durch den Weltkrieg dringend der Hilfe bedurfte [18]).

Den minimalen Einnahmen standen auf der anderen Seite sehr große staatliche Ausgaben gegenüber. Die Verteidigung gegen das bolschewistische Rußland kostete ebenso wie der Wiederaufbau beträchtliche Summen. Das Defizit des Staatshaushalts belief sich im Jahre 1921 auf 60,8, im Jahre 1923 auf 65 %. Anleihen auf dem inneren Markt mußten scheitern, da die polnische Bevölkerung im höchsten Grade verarmt war und selbst Hilfe nötig hatte. Eine Auslandsanleihe konnte während dieser Jahre auch nicht in Betracht gezogen werden, da Polen, ein Land noch ohne endgültige gesetzliche und administrative Institutionen, einem Gläubigerland keine Garantien gewähren konnte. Allerdings erhielt Polen in erster Linie von den Vereinigten Staaten von Nordamerika bedeutende Warenkredite, die es ihm ermöglichten, die Bevölkerung vor Hungersnot zu schützen und der Industrie notwen-

---

18) Statistische Nachweise für Rückgang in industrieller und landwirtschaftlicher Produktion von 1913 bis 1920 siehe in Osteuropäische Länderberichte, Bd. 1, S. 17 und 33.

diges Rohmaterial zuzuführen. Jedoch zog der polnische Fiskus direkt keinen Nutzen aus diesen ausschließlich in Waren realisierten Krediten. So sah sich denn die Regierung von Anfang an in die Lage gedrängt, zwecks Deckung ihres Budgetdefizits zu illegitimer Geldschöpfung ihre Zuflucht zu nehmen. Die folgende Tabelle veranschaulicht die Rolle, die die Emission von Papiergeld im Laufe der ersten fünf Jahre seit Entstehung der Republik im polnischen Budget spielte:

	1919/20	1921	1922	1923
Ausgaben .	77 486 (100 %)	267 559 (100 %)	968 409 (100 %)	144 635 (100 %)
Einnahmen	10 258 (13,4 %)	104 888 (39 %)	498 290 (51 %)	49 620 (35 %)
Defizit ...	67 288 (86,6 %)	162 671 (60,8 %)	470 120 (48,5 %)	95 015 (65 %)

Die Regierung benutzte für ihre Zwecke das Privileg der Polska Krajowa Kasa Pozyczkowa (P.K.K.P), der polnischen Landesdarlehnskasse, die 1916 als Notenausgabestelle von der deutschen Okkupationsbehörde errichtet worden war und durch die ganze Nachkriegszeit bis 1924 die Funktionen eines Währungsinstituts versah[19]). Ihre währungspolitischen Maßnahmen wiesen keinerlei Bestrebungen auf, die der staatlichen Inflationspolitik entgegengearbeitet hätten. Vielmehr ordnete sich die P.K.K.P. völlig den finanziellen Wünschen und Dispositionen der Regierung unter. Mit Recht betont Triebe, daß die Noten der P.K.K.P. nur dem Namen nach Banknoten, in Wirklichkeit jedoch „Staatsnoten der polnischen Republik" wären, die wie eine staatliche Zwangsanleihe wirkten. An Hand einer von Taylor[20]) aufgestellten Gegenüberstellung der Verschuldung des Staates bei der P.K.K.P. auf der einen und der Höhe der Notenemission auf der anderen Seite weist Triebe[21]) auf den engen Zusammenhang zwischen Staatsbedarf und Notenemission hin.

Die nachstehende Tabelle gibt zugleich ein Bild von den quantitativen Ausmaßen der ersten polnischen Inflation. Von Anfang 1921 an wurden auch die Kreditwünsche der Privatwirtschaft in immer größerem Umfang mit Hilfe der Notenpresse befriedigt. Die Tatsache, daß sich der offizielle Zinssatz unter dem Satz des natürlichen Kapitalzins befand, regte auch die Privatbanken dazu an, eine largere Kreditpolitik zu treiben. Allerdings wuchs in jener Zeit die Abhängigkeit der Privatbanken vom Zentralkreditinstitut, das als einziges seine Diskontkredite auf einer ihm beliebigen Höhe halten konnte. Nach den Berichten des Bankverbandes[22]) deckten die Privatbanken im Jahresdurchschnitt 1920: 20 %, 1921: 22 %, 1922: 44 %, 1923: 47 % ihres Diskonts durch Rediskont bei der P.K.K.P.

19) Vgl. Mincer, Thadeus: Le Zloty Polonais, Paris 1927, S. 6.
20) Taylor, E.: Inflacja Polska, Warshaw 1924, S. 22.
21) Triebe, J. G.: Zehn Jahre polnische Währung, Breslau 1929, S. 10.
22) Berichte des Bankverbandes, 1924, S. 28.

Datum	Menge der Umlaufsmittel in Millionen PM, insgesamt	Verschuldung des Staates in Millionen PM
1918: 11. 11.	8 000	—
31. 12.	9 000	117,8
1919: 31. 3.	10 575	400
30. 6.	12 150	1 125
30. 9.	13 705	3 225
31. 12.	15 300	6 825
1920: 31. 3.	16 865	14 775
30. 6.	21 730	27 625
30. 9.	33 203	40 625
31. 12.	49 361	59 625
1921: 31. 3.	24 078	93 625
30. 6.	102 697	130 625
30. 9.	152 792	178 000
31. 12.	229 537	221 000
1922: 31. 3.	250 665	232 100
30. 6.	300 100	235 100
30. 9.	463 706	342 000
31. 12.	793 437	675 600
1923: 31. 3.	1 841 206	1 752 000
30. 6.	3 566 644	2 995 500
30. 9.	11 197 738	10 265 500
31. 12.	125 371 955	111 332 000
1924: 31. 3.	596 244 000	291 700 000
27. 4.	570 698 000	291 700 000

Die zusätzliche Kaufkraft, die für die Zwecke der staatlichen und privaten Wirtschaft geschaffen wurde, wirkte sich teils auf dem Inlandsmarkt aus, indem sie auf dem Wege über erhöhte Einkommen und Preise die Geltung der Polenmark herabminderte, teils strömte sie dem Valutenmarkt zu und rief dort Veränderungen des intervalutarischen Kurses zu ungunsten der Polenmark hervor[23]).

Dollarkurs in Warschau.

31. 12. 18	9	Polenmark
31. 12. 19	110	„
31. 12. 20	590	„
31. 12. 21	2 905	„
31. 12. 22	17 800	„
31. 12. 23	6 375 000	„

[23]) Zdziechowski: Les Finances de la Pologne en 1924 et 1925, Paris 1925, S. 13 (amtliche Notierung).

Ende des Jahres 1923 hatte die Polenmark aufgehört, einen wirtschaftlichen Gehalt darzustellen. Im Handel wurde sie durch den Dollar oder Schweizer Franken ersetzt. Durch eine Verfügung vom 6. 12. 23 genehmigte das Parlament das Goldrechnungssystem für alle vom Staate erhobenen Abgaben. Die theoretische Einheit war der Goldfranken, der auf Grund des Londoner Goldpreises berechnet wurde.

Die wichtigste Aufgabe jeder Reform, die die Sanierung der völlig zerrütteten Polenmarkwährung bezweckte, mußte neben der Stabilisierung der Polenmark die Herstellung eines Budgetgleichgewichts sein. Es gelang denn auch der Grabski-Regierung Ende 1923 einen Sanierungsplan für die Staatsfinanzen aufzustellen, der durch Sparmaßnahmen aller Art, vor allem aber durch eine rücksichtslose Erhöhung der Einnahmen aus Steuern das Budgetdefizit verschwinden ließ. Durch Anleihen bei der P.K.K.P. im Gesamtbetrage von 102,6 Millionen Zloty vom 1. Januar bis zum 1. Februar 1924 hatte die Regierung sich die notwendigen Mittel verschafft, um die laufenden Ausgaben zu decken. Durch eine Verordnung des Staatspräsidenten vom 1. Februar 1924 wurde dann bestimmt, daß die Kredite der P.K.K.P. an den Staat bei dem derzeitigen Stand der Staatsverschuldung von 291 700 000 Milionen Polenmark aufzuhören hätten. Die Stillegung der Notenpresse verstopfte die Inflationsquelle, verknappte die Menge der umlaufenden Zahlungsmittel, hemmte das Angebot an Polenmark und bewirkte schließlich ein Sinken des Dollarkurses.

Die Stabilisierung der Polenmark und die Einführung des Złoty.

Es fragte sich nun, auf welchem Niveau die Stabilisierung des bis dahin in Bewegung befindlichen „Geldwertes" vorgenommen werden sollte. Angesichts der riesigen Ausmaße, die die erste polnische „Inflation" annahm, war an eine Hebung der Geltung der Werteinheit bis zur Wiederherstellung der Parität z. B. von 1918 gar nicht zu denken. Es konnte sich vielmehr nur um eine Devalvation handeln, d. h. um eine Geltungsherabsetzung der bisherigen Werteinheit entsprechend der Verringerung des inneren objektiven Tauschwertes und entsprechend der Höhe des Disagios, das die einheimische Währung im Vergleich zur ausländischen erlitten hatte. Der niedrigste Kurs, den die polnische Mark erreichte, war 10 250 000 PM am 8. Januar 1924. Von da an fiel der Dollar und wurde am 8. Februar 1924 auf dem Niveau von 9 350 000 PM gehalten. Die Erhöhung des PM-Kurses betrug demnach 10 %.

An späterer Stelle wird zu erörtern sein, ob die Kritik an der polnischen Währungsreform bezüglich der Wahl eines zu niedrigen „Geldwertes" als Stabilisierungsgrundlage berechtigt war. Hier mag zunächst die Feststellung der Tatsache genügen, daß die Erhöhung des

Kurses um 10 % den Zweck erfüllte, die Bevölkerung zur Herausgabe der während der Inflationszeit thesaurierten Valuten und Devisen zu bewegen und daß außerdem so eine runde Relation der PM zum Złoty erreicht wurde.

Durch die Verordnung des Staatspräsidenten vom 14. April 1924 wurde der rekurrente Anschluß der neuen Geldeinheit an die alte festgelegt. Gemäß dieser Verordnung wurde entsprechend dem seit Anfang Februar bestehenden Kurs das Verhältnis der PM zur neuen Geldeinheit, dem Złoty, auf 1 800 000 PM je Złoty festgelegt. Der Złoty wurde an Wert dem auf Dollarbasis berechneten Goldfranken gleichgesetzt. Die Emission von PM wurde vom Tage der Eröffnung der Bank Polski untersagt. Die polnischen Markbeträge, die als Abzahlung auf die durch die P.K.K.P. erteilten Kredite eingingen, durften nicht mehr neu in Umlauf gebracht werden. Vom 1. Juni 1924 begann der polnische Staatsschatz mit der Einwechslung der PM in Noten der Bank Polski sowie in Münzen bzw. Kleingeldnoten. Die Pflicht zur Einlösung hatte mit dem 31. Mai 1925 aufzuhören. Vom 1. Juli 1924 ab verlor die polnische Mark ihre Funktion als gesetzliches Zahlungsmittel [24]).

Das neue Geldsystem.

An Stelle der P.K.K.P. trat die Bank Polski, deren Gründung die Voraussetzung für die beabsichtigte Złotyemission bildete. Die Bank Polski war eine unter staatlicher Kontrolle stehende, mit dem Monopol der Banknotenausgabe ausgestattete Aktiengesellschaft, die in ihrer Verfassung der österreichischen Nationalbank stark nachgebildet war. Ihre wichtigste Funktion war die Ausgabe von Złotynoten, die die Fähigkeit hatten, unbeschränkt gesetzliche Zahlungsmittel zu sein. „La Banque jouira du privilège exclusif de l'émission des billets de banque qui sont monnaie légale et qui possèdent la faculté illimitée d'amortir tout engagement par le remboursement" (Art. 46) [25]). Es war hiermit die Stellung der Bank Polski im neuen Währungssystem als Zentralnotenbank gekennzeichnet. Da ihre Noten valutarisch waren, konnte die Bank Polski großen Einfluß auf die Währungsentwicklung des Landes ausüben.

Zur unbedingten und sofortigen Einlösung ihrer Noten war die Bank nicht verpflichtet, wenn auch nach Art. 47 der Statuten die Einlösung der Noten in Goldmünzen vorgesehen war. Das Inkrafttreten dieser Bestimmung war jedoch bis auf weiteres suspendiert.

Der Umlauf der Banknoten mußte nach Art. 51 wenigstens zu 30 % durch folgende Werte gedeckt sein:

24) Dziennik Ustaw, Nr. 34 vom 17. 4. 24, Poz. 351, S. 510.
25) Vgl. Les Statuts de la Banque de Pologne, Varsovie, 1924.

a) Durch einen Goldvorrat an Münzen und Barren,
b) durch einen Silbervorrat nach Goldparität, jedoch nicht höher als 5 % des Goldvorrats,
c) durch einen Vorrat an ausländischen Geldern,
d) durch Guthaben bei erstklassigen ausländischen Banken, die sofort oder auf höchstens 30tägige Kündigung zahlbar sind,
e) durch sofort zahlbare Schecks und Zahlungsanweisungen auf erstklassige ausländische Banken,
f) durch einen Vorrat an Wechseln, die im In- oder Ausland ausgestellt sind; in ausländischer Valuta, die durch ausländische Firmen von unzweifelhafter Zahlungsfähigkeit akzeptiert sind.

Der Rest der umlaufenden Noten muß voll gedeckt sein:

a) Durch Handelswechsel, Zahlungsanweisungen, Koupons usw.,
b) durch Silber zu seinem Goldwert umgerechnet,
c) durch Silber und andere polnische Scheidemünzen zu ihrem Goldwert umgerechnet bis zu 5 % des gesamten Notenumlaufs und
d) durch Schatzgutscheine bis zu 50 Millionen Złoty (Art. 53).

Gemeinsam war allen diesen Deckungsvorschriften, daß sie mittelbar die zu emittierenden Noten begrenzten und insofern einer theoretischen Notwendigkeit genügten, als sie einer unbegrenzten Vermehrung der Umlaufsmittel mit ihrer unausbleiblichen Folgeerscheinung, der Verringerung des objektiven Tauschwertes des Geldes, entgegenwirkten. Das trifft sowohl von der Hauptdeckung in Gold und Devisen als auch von der Zusatzdeckung zu.

Der Zusammenhang zwischen dem Gold- und Devisendeckungsfonds und der Geldschöpfung durch Notenemission besteht vor allem durch den Einfluß, den die Deckungsvorschriften auf die quantitativen Ausmaße der Geldschöpfung ausüben.

Die Sicherheit der Deckung kann für die Umlaufsmittel nur eine untergeordnete Bedeutung haben, da die Erwartung prompter Einlösung der Noten durch die Emittenten, auf der ausschließlich die Zirkulationsfähigkeit der Noten ruht, auch bei voller Deckung der Noten durch Aktiva nicht erfüllt werden kann, wenn erst einmal ein Mißtrauen die Noteninhaber zu einem Run auf die Schalter der Bank veranlaßt [26]).

Der Zweck des Deckungsfonds ist demnach nicht, die Noten einzulösen, die der Bank aus Mißtrauen in ihre Güte zurückgestellt werden. Neben der die Geldschöpfung einengenden Funktion verfolgt der Deckungsfonds vielmehr den Zweck, den Kunden der Bank die

26) Ricardo, D.: Proposals, S. 406.

für den Verkehr mit Nichtkunden, also mit dem Auslande, benötigten Tauschmittel zur Verfügung zu stellen. Aus diesem praktischen Zweck des Deckungsfonds erklärt es sich, daß die Bank Polski einen Teil ihres Deckungsfonds in ausländischen Banknoten, in Guthaben bei ausländischen Banken mit kurzer Verfallfrist, in Auslandsschecks und Auslandswechseln anlegte. Der Münz- und Barrenvorrat, den die Bank als Deckung für ihre Scheine hielt, bestand aus Gold, da dieses bei den herrschenden pantopolischen Umständen die größte exodromische Verwendungsfähigkeit hatte. Die Bestimmungen der Zusatzdeckung, wie sie in den Statuten der Bank Polski enthalten waren, genügten der theoretischen Notwendigkeit, einen Einfluß auf die mengenmäßigen Ausmaße der Notenemission auszuüben. Die Deckung der Noten durch kurzfristige Handelswechsel konnte diese Funktion erfüllen; denn liegen der Ausgabe von Noten Darlehen zugrunde, die nach kurzer Frist zurückzuzahlen sind, so liegt darin auch eine gewisse Begrenzung der Höhe der Notenemission.

Die Giroverbindlichkeiten waren nicht in die Deckung mit einbezogen. Wie bei vielen anderen Notenbanken v o r dem Weltkriege fehlte in den Statuten der Bank Polski jede Bestimmung über die Deckung von sofort fälligen Verbindlichkeiten der Bank.

Art. 54 regte die Bank Polski durch ein System von Notensteuern an, eine höhere Deckungsnorm als die Mindestnorm von 30 % zu wählen. Bei einer Gold- und Golddevisendeckung von 30—40 % betrug die Steuer 1 %, ⅔ % falls die Deckung zwischen 40 und 50 %, und ½ %, falls sie mehr als 50 % des Notenumlaufs betrug.

Wenn auch die Autonomie der Bank Polski weiterging als die der P.K.K.P., so wurde sie doch nicht von jeglichem Regierungseinfluß unabhängig, wie es in Deutschland bei der neuen Reichsbank durchgesetzt wurde, und wie es in richtiger Erkenntnis der Rolle, die der polnische Staat in der vorausgegangenen Inflation gespielt hatte, hätte geschehen müssen.

Als Gegenleistung für die Verleihung des Notenmonopols gewährte die Bank Polski einen einmaligen zinslosen Kredit in Höhe von 50 Millionen Złoty; ferner konnte sie Schuldverschreibungen des Staates, der Gemeinden und Hypothekeninstitute mit einer Fälligkeit bis zu drei Monaten diskontieren (die zur Diskontierung dieser Wertpapiere verwandte Gesamtsumme durfte nicht 10 % der Summe des Wechselportefeuilles der Bank überschreiten) (Art. 6).

Eine gewisse Aufsicht über die Politik der Bank übte der Staat dadurch aus, daß er den Präsidenten und Vizepräsidenten ernannte (Art. 35), das Vetorecht bei der Wahl der Generalräte (Art. 24) und das Recht zur Ernennung eines ständigen Regierungskommissars mit beratender Stimme im Generalrat und Direktorium besaß (Art. 39, 2).

So war also der Staat imstande, einen nicht zu unterschätzenden Einfluß auf die Tätigkeit der wichtigsten Organe der Bank auszuüben [27]).

Die Grundsätze, auf denen das neue Geldsystem ruhte, waren in der Verordnung vom 20. Februar 1924 enthalten: Der polnische Staat bildet eine Zahlgemeinschaft, in der die Werteinheit den Namen „Złoty" führt. Der rekurrente Anschluß des Złoty an die frühere Werteinheit „Polenmark" fand, wie schon erwähnt, in der Art statt, daß ein Złoty als 1,8 Millionen PM definiert wurde. Die Verordnungen des sogen. „ersten Złotygesetzes" begründeten ein Geldsystem, das dem Buchstaben nach auf dem Prinzip des „monométallismeor" basierte. Das Gold sollte demnach hylische Stellung einnehmen, denn das Gold allein sollte unbegrenzt in Geldstücke verwandelbar sein [28]). Die neue Geldeinheit hatte $^{9}/_{31}$ Teile reinen Goldes zu enthalten. Damit war die Norm festgelegt, die das Verhältnis angibt, das laut staatlichem Befehl zwischen dem Gewicht des hylischen Metalls und der proklamatorischen Begültigung desselben, wenn es in Geld verwandelt wird, bestehen soll. Der Złoty wird in 100 Einheiten (große) eingeteilt. Das Münzprägerecht wird ausschließlich dem Staate vorbehalten. Nach dem Gesetz sollten Goldmünzen in Stücken von 10, 20, 50 und 100 Złoty geprägt werden, deren Prägung nach Art. 10 der Verordnung vom 30. April 1924 unbegrenzt war.

Da alle Bestimmungen, die den effektiven Goldumlauf betrafen, keine praktische Bedeutung hatten — denn es wurden keine Goldmünzen für den Umlauf im eigenen Lande ausgeprägt —, wurden Goldmünzen auch nicht die valutarische Geldart, die sie nach den theoretischen Bestimmungen des ersten Złotygesetzes als obligatorisch-definitives Geld an und für sich hätten darstellen können. Das neue Geldsystem war praktisch ein Papierwährungssystem, denn die Banknoten der Bank Polski, die ihrem Stoffe nach zum notalen Geld gehören, erfüllten die Funktion der valutarischen Geldart. Denn da die allerdings vorgesehene Einlösung dieser Noten bis auf weiteres suspendiert worden war, sie also nicht gegen Geldzeichen von anderer stofflicher Beschaffenheit umgetauscht zu werden brauchten, waren diese Noten definitives Geld. Sie waren obligatorisches Geld, da für sie bei anepizentrischen Zahlungen der Annahmezwang bestand. Mit diesen Eigenschaften der Uneinlösbarkeit und des Annahmezwanges war für die Noten der Bank Polski die Möglichkeit zur Ausübung der valutarischen Funktion gegeben. Diese übten sie auch tatsächlich aus, denn es waren die Noten der Bank Polski, in denen allein der Staat sich stets bereit hielt, seine Zahlungen zu leisten.

27) Vgl. Mincer, a. a. O. S. 44—47.
28) Art. 10 und 11, Dziennik Ustaw, Nr. 34 vom 17. 4. 24.

Neben dem valutarischen Papiergeld gab es in der neugeordneten polnischen Zahlgemeinschaft auch akzessorisches Papiergeld. Durch eine Verordnung vom 20. Februar 1924 [29]) wurde der Finanzminister ermächtigt, zirka 360 Millionen Złoty in Noten zu emittieren. Eine spätere Verordnung vom 14. April 1924 beschränkte die Emission dieser Geldart für 1924 auf 150 Millionen Złoty, in Abschnitten von nicht mehr als 2 Złoty. Es wurden hierzu die bereits 1919 gedruckten 1- und 2-Złotynoten mit der Aufschrift „Bank Polski" verwendet. „Für die Emission dieser Noten übernimmt ausschließlich der Staatsschatz die Haftung" [30]). Praktisch hatte jedoch diese Bestimmung überhaupt keine Bedeutung, denn wenn auch diese sogen. Kleingeldnoten Schuldscheine des Staates und nicht Schuldscheine der Bank Polski sein sollten, so war doch in wirtschaftlich-tatsächlichem Sinne die Zentralnotenbank Emittentin dieser Noten. Denn der Staat benutzte bei seinem geldschöpferischen Deckungsverfahren die Scheine seiner Zentralnotenbank, auf denen diese als Emittentin erscheint. Diese Kleingeldnoten waren gesetzliches Zahlungsmittel und durften bei jeder Auszahlung bis zum Betrage von zunächst 10 Złoty zur Tilgung von Verpflichtungen verwandt werden. Die Finanzkassen nahmen sie in beliebigen Mengen an (§ 7). Vom 1. November 1924 sollten die Kleingeldscheine, die papierenes Scheidegeld darstellten, gegen Scheidemünzen eingetauscht werden, deren Ausprägung sich der Staat gegenüber der Bank Polski vorbehalten hatte; und vom 1. Januar 1925 sollten die Kleingeldnoten aufhören, gesetzliches Zahlungsmittel zu sein.

Die Münzen im polnischen Geldsystem waren die Scheidemünzen, die Silber-, Nickel- und Bronzemünzen. Silbermünzen wurden in Stücken von 1, 2 und 5 Złoty, Nickelmünzen in Stücken von 10, 20 und 50 Groschen, Bronzemünzen in Stücken von 1, 2 und 5 Groschen geprägt. Das Ausgaberecht in Silber war auf 8 Złoty, in Bronze- und Nickelmünzen auf 4 Złoty pro Kopf der Bevölkerung beschränkt. Der Annahmezwang für Silbermünzen wurde auf 100 Złoty und für die Münzen aus unedlen Metallen auf 10 Złoty festgesetzt. Beide Arten waren fakultativ für Zahlungen, die diese Beträge überschritten.

Zweites Kapitel.

Der neue Währungsverfall.

Parallel mit der Währungsreform und der Reorganisation des gesamten Geldwesens ging die Sanierung der staatlichen Wirtschaft vor sich. Der Erfolg der Währungsreform hing vor allen Dingen von der definitiven Gesundung der Staatsfinanzen ab. Für eine gesunde

29) Dziennik Ustaw, Nr. 34, vom 17. 4. 24, S. 510.
30) Dziennik Ustaw, Nr. 34, vom 17. 4. 24, S. 510.

Währungspolitik ist es erforderlich, daß zwischen den Ausgaben und Einnahmen im ordentlichen und außerordentlichen Budget ein Gleichgewicht besteht. Übersteigen die öffentlichen Ausgaben die Leistungsfähigkeit der privaten Wirtschaft, so wird die Währung gefährdet, da unverhältnismäßig hohe Ausgaben, für die auf regulärem Wege keine Deckung zu erreichen ist, den Staat leicht veranlassen könnten, zur Deckung seines Geldbedarfs inflatorische Geldschöpfung zu treiben.

Die fiskalische und wirtschaftliche Lage Polens nach der Währungsreform von 1924.

In Erkenntnis des Wortes von Charles Rist „Remettez d'abord votre budget en équilibre et tout le reste vous sera donné pardessus . ." [31]) hatte Grabski Ende 1923 die Ausbalancierung des Budgets in den Mittelpunkt seines Reformwerkes gestellt. Der eigentliche Krankheitsherd der ersten polnischen Inflation und des Währungsverfalls war wohl von ihm erkannt worden. Jedoch war Polen der einzige Staat, der die Sanierung ohne wesentliche Ausgabenverminderung durchführte, trotzdem eine Währungsstabilisierung, um mit Kryzanowski zu reden, „allein auf der Granitgrundlage radikaler Budgetabstriche" gelingen konnte. Die Ausgaben des Staates und der Gemeinden beliefen sich nach Szeps auf 50 % des Volkseinkommens, eine Belastung der Wirtschaft, die, selbst wenn sie etwas zu hoch gegriffen scheint, „. . . nicht anders als Raubbau am Volksvermögen bezeichnet werden kann". 65 % aller Budgetausgaben wurden im Jahre 1924 dazu benutzt, um das Riesenheer von Beamten zu erhalten. Die Unterhaltung der polnischen Armee erforderte gleichfalls dauernd ungeheure Summen. Hier hätten in erster Linie Ersparungsmaßnahmen getroffen werden müssen, um durch Reduzierung der hohen Budgetziffern zu verhindern, daß die Finanzverwaltung an jene äußerste Grenze gedrängt wird, wo eine inflatorische Geldschöpfung der einzige Ausweg scheint. Aber nichts dergleichen geschah. Da Grabski glaubte, es würde auf die Dauer möglich sein, die Volkswirtschaft Polens im Interesse der Schaffung und Erhaltung des Budgetgleichgewichts äußerst stark zu belasten, schritt er zu einer ganz rigorosen Steuerpolitik, die den wichtigsten Faktor einer aktiven Handelsbilanz, die Leistungsfähigkeit der Wirtschaft, unberücksichtigt ließ. Dieses geht aus einigen charakteristischen Zahlenangaben über die Belastungshöhe und Belastungsmöglichkeit der polnischen Wirtschaft hervor. Nach Kleiss [32]) betrug 1924 der Prozentsatz der Abgaben im Verhältnis zum Volkseinkommen 37 %. Die starke Belastung der polnischen Wirtschaft geht ferner daraus hervor, daß der Eingang an Steuern im Jahre 1924

31) Rist, Charles: La déflation en pratique, Paris 1924, S. 130.
32) Vgl. Szeps: Währungs- und Notenbankpolitik der Republik Polen, Basel 1926, S. 51 ff.

52 Złoty pro Kopf der Bevölkerung betrug, gegenüber einer durchschnittlichen Steuerbelastung von 12—15 Złoty in den vorhergehenden Jahren. Eine derartige Steuerbelastung bei einem auf 6,6 Milliarden geschätzten Volkseinkommen mußte auf die Wirtschaft erdrückend wirken.

Die Budgeterfahrungen des ersten Sanierungsjahres zeigten denn auch, daß die Inanspruchnahme der Kräfte der Privatwirtschaft für Staatsfinanzierungszwecke zu groß war. Die Vermögenssteuer, die wichtigste Steuerart im polnischen Steuersystem, blieb in ihrem Ertrage weit hinter dem Voranschlag zurück. Sie brachte für das Jahr 1924 nur 59,6 % der vorgesehenen Summe. Es erwies sich ferner, daß die außerordentlichen Quellen der einheimischen Wirtschaft, die zur Deckung ordentlicher und außerordentlicher Ausgaben herangezogen werden mußten, der Erschöpfung nahe waren.

Die außeretatsmäßigen Einnahmen, über die der Finanzminister im Jahre 1924 verfügen konnte, setzten sich aus folgenden Posten zusammen:

1. Innenanleihen	35,8	Millionen	Złoty
2. Außenanleihen	32,4	„	„
3. Einnahmen, die auf die Einführung des Złoty und der Bank Polski zurückzuführen waren	118,1	„	„
4. Kredite der P.K.K.P. in Złoty bewertet	75,9	„	„
5. Ausschüttung auf Konto „Relief Credit“	12,3	„	„
	274,5	Millionen	Złoty[33])

Mit Hilfe dieser außerordentlichen Quellen wurde das Defizit des Jahres 1924, das sich auf 216,75 Millionen belief, gedeckt. Es blieb noch ein Überschuß von 57,7 Millionen für das neue Budgetjahr, eine Reserve, die in Anbetracht der ungeordneten wirtschaftlichen und politischen Verhältnisse sehr gering war.

Das Defizit des Jahres 1925 betrug 231,1 Millionen. Vergleichen wir die Ergebnisse der Budgetausführung im Jahre 1925 mit denen des vorangegangenen Jahres, so zeigt sich ein beträchtliches Anwachsen der administrativen Ausgaben für das Jahr 1925. Im Jahre 1924 betrug die Gesamtsumme der ordentlichen und außerordentlichen Ausgaben 1476,7 Millionen Złoty, im Jahre 1925 erreichten die Ausgaben 1933,2 Millionen. Die Ausgaben waren demnach um 456,5 Mil-

33) Vgl. Mincer, a. a. O. S. 90.

lionen angewachsen, d. h. um einen Betrag, der fast das Doppelte des gesamten Budgetdefizits ausmachte.

Da die ordentlichen Einnahmen im Jahre 1925 gegenüber 1924, mit Ausnahme der Vermögenssteuer, steigende Erträge lieferten, muß man zu dem Schluß kommen, daß das Defizit die Folge eines zu starken Anwachsens der budgetären Ausgaben war. Das Defizit des Jahres 1925 wurde in Ermangelung anderer Quellen durch die Emission von Scheidegeld gedeckt, die sich auf 290 Millionen an Stelle der im Voranschlag vorgesehenen 123 Millionen Złoty belief. Die grundsätzliche Bedeutung und die tatsächliche Wirkung dieser Scheidegeldemission wird an späterer Stelle eingehendere Darstellung erfahren.

Der mißlichen Lage der Staatsfinanzen nach der Währungsreform von 1924 entsprachen die schlechten Bedingungen, unter denen die polnische Wirtschaft nach der Stabilisierung zu leiden hatte. Die Stabilisierungskrise, die Ende Februar 1924 als Reaktion gegen das durch die erste Inflation zerstörte Gleichgewicht der Wirtschaft einsetzte, war in erster Linie eine Kapitalkrise. Nach der gerade durchgemachten Inflationszeit krankte die Wirtschaft Polens in hohem Grade an einem Mißverhältnis zwischen Kapitalbedarf und Kapitalvorrat. Während der Kriegszeit hatte eine fortgesetzte Kapitalvernichtung stattgefunden, ohne daß der Kapitalverbrauch Ersatz hervorgebracht hätte oder von außen her ersetzt worden wäre. Die Inflationsjahre ermöglichten wohl eine Erweiterung der Produktionsanlagen, vernichteten zugleich aber auch den Betriebskapitalbestand, so daß die erforderlichen Betriebsmittel zur Ausnutzung der Produktionskapazität fehlten. Diese Diskrepanz von Anlage- und Betriebskapital mußte in irgendeiner Weise durch nachträgliches Kapitalaufgebot ausgeglichen werden. In normalen Zeiten hätte die eigene innere Kapitalbildung in der Hauptsache zur Deckung des Kapitalbedarfs herangezogen werden können. Der volkswirtschaftliche Güterertrag hätte so wachsen und die Kapitalbildung aufs neue gefördert werden können.

Der innere Kapitalbildungsprozeß ging jedoch in Polen im Vergleich zur Vorkriegszeit nur äußerst langsam vor sich. Die Spartätigkeit belebte sich nur langsam, was vor allem auf die Konsumgewohnheiten, die die Massen in der Inflationszeit angenommen hatten, zurückgeführt werden kann. Auch absorbierten die im Verhältnis zur Vorkriegszeit zu hohen Preise einen großen Teil des Nationaleinkommens. Ferner wurden die Beträge aus dem Einkommen der Unternehmer, die gespart und der Güterproduktion hätten zugeführt werden können, durch Entnahmen wie Soziallasten und hohe Einkommen- und Vermögenssteuern verringert. Eine Behebung der Kapitalknappheit wurde dadurch erschwert, daß eine Verschiebung der Einkommensbildung und der Verteilung des volkswirtschaftlichen Gesamtertrages stattgefunden hatte, die mindernd auf die Spartätigkeit wirkte.

Die Kapitalkrise gestaltete sich in Polen noch intensiver als in anderen europäischen Ländern, die durch eine Inflationszeit gegangen waren, weil ausländisches Kapital zum Auffüllen des erschöpften heimischen Kapitalfonds nicht herangezogen werden konnte. Die polnische Privatwirtschaft konnte so gut wie keine ausländischen Kredite erlangen, da das Ausland der Währungsreform von 1924 skeptisch gegenüberstand und die hinter der Währung stehende Wirtschaft nicht das gleiche Vertrauen in der internationalen Finanzwelt genoß wie etwa die deutsche Wirtschaft. Das Mißtrauen des Auslandes gegenüber Polen war so stark, daß es von der Ausnutzung von Gewinnmöglichkeiten Abstand nahm, solange eine Kapitalanlage nicht gesichert erschien.

Der polnische Kreditmarkt, der nach dem in der Inflationszeit erfolgten Zusammenbruch von Geld- und Kapitalmarkt dringend der Erneuerung bedurfte, hatte unter dem Kapitalmangel schwer zu leiden. Die ganze Zerrüttung des polnischen Kreditwesens zeigte sich darin, daß die Privatbanken im Augenblick der Stabilisierung der Polenmark fast vollständig versagten. Für die Entwicklung der polnischen Privatbanken während der ersten Inflation waren zwei Momente bedeutungsvoll geworden: einmal die Zersplitterung der durch die Inflation schon an und für sich stark reduzierten Eigen- und Einlagekapitalien auf eine Unzahl von kleinen Instituten, ferner das immer stärkere Hervortreten des Finanzierungsgeschäfts vor dem eigentlichen Depositen- und Kreditgeschäft. Änderungen in der kapitals- und geschäftsmäßigen Struktur, die die Regierung in einer umfassenden Reform bei Rückkehr zu normalen Wirtschafts- und Geldverhältnissen plante, konnten nur ganz allmählich vor sich gehen. Zunächst einmal widersetzten sich die Banken mit Erfolg der Regierung, die sie konsolidieren wollte. Das ganze Jahr 1924 hindurch vegetierten die meisten Banken dahin, ohne im Wirtschaftsverkehr eine positive Funktion auszuüben. Infolge des Mißtrauens des Publikums in die Banken flossen ihnen Einlagen nur in spärlichem Maße zu. Ihre Eigenkapitalien waren durch die Inflation stark zusammengeschmolzen und zum großen Teil in Immobilien angelegt, die sehr schwer oder auch gar nicht zu realisieren waren. Die Kreditmöglichkeiten der privaten Banken waren demnach völlig unzureichend. Die Darlehen und Diskontkredite, die sie ihren Kunden gewähren konnten, waren im allgemeinen auf den Betrag beschränkt, den sie durch Rediskont bei der Bank Polski erhalten konnten. Die Privatbanken waren von der primären Rolle der Krediterteilung zu der sekundären der bloßen Kreditvermittlung herabgesunken[34]), ein Zustand, der auf die Dauer unhaltbar war. Die Finanzierung der laufenden Transaktionen der großen geschäftlichen Unternehmungen und der

34) Vgl. Schön, Jerzy: Das polnische Bankwesen, Basel 1927, S. 155.

landwirtschaftlichen Konzerne wurde hauptsächlich von der Bank Polski durchgeführt: "... Which, due to the unsettled economic conditions in the country and to the smallness of the capital of the joint stock banks and their impaired condition, is forced to deal on a large scale directly with business concerns" [35]).

Allerdings zeigen die meisten Kreditinstitute ein allmähliches Anwachsen der Einlagen, doch vollzog sich diese Bildung von Sparkapitalien nur langsam und war keineswegs stark genug, um der Industrie und der Landwirtschaft die Geldkapitalien zu liefern, die zur Ausnutzung der Produktionskapazität und zur volkswirtschaftlichen Umstellung und Anpassung zwecks Steigerung der Produktivität notwendig waren.

Die Unzulänglichkeit der verfügbaren Geldkapitalien zeigte sich in der Entwicklung der Zinssätze, die sich am Privatdiskontmarkt in den Jahren 1924/25 zwischen 24 und 72 % bewegten. Die Regierung setzte zwar durch eine Verordnung vom 29. Juni 1924 den Höchstdiskontsatz auf 24 % im Jahre fest. Doch an der wirtschaftlichen Tatsache einer außerordentlichen Kapitalknappheit konnte die Festsetzung von Höchstsätzen nichts ändern. Zwar wurde der Zinssatz dem offiziellen Maximalsatz angepaßt, jedoch das übrige durch Spesen und Provisionen ersetzt. Es ging weit über die Ertragsfähigkeit der meisten Wirtschaften, Zinsen von 4—6 % pro Monat zu zahlen. Die Bank Polski setzte ihren Diskontsatz auf 12 % fest, und ihre Kreditmöglichkeiten wurden zur wichtigsten Kreditquelle überhaupt. Doch da die Bank Polski nicht genügende Kapitalien hatte, um allen Kreditforderungen nachzukommen, konnte sie keinen Einfluß auf den Diskontsatz der anderen Banken ausüben, der sich deshalb auf so großer Höhe halten konnte. Der Zins steht in einer Volkswirtschaft um so höher, je kleiner der nationale Subsistenzfonds ist. Der Zinssatz konnte sich längere Zeit auf dieser Höhe halten, weil das Sozialprodukt trotz Krediteinräumungen nicht vergrößert wurde, da diese, wie später noch näher zu beweisen sein wird, zum großen Teil konsumtiv verwendet wurden.

Der Einfluß der Zinshöhe auf die polnischen Privatwirtschaften äußerte sich in einem beträchtlichen Produktionsrückgang. Durch die hohen Zinssätze wurden die Produktionskosten derart erhöht, daß die Leistungsfähigkeit der Wirtschaften bedeutend herabgemindert wurde.

Besonders fühlbar wurde die Produktionskrise in der Schwerindustrie:

---

35) Kemmerer, E. W.: Joint Stock Bank Situation in "Reports submitted by the Commission of the American Financial experts, Warshaw 1926, S. 153.

Produktion der Berg- und Hüttenindustrie[36])
in tausend Tonnen

Produkte	1923	1924	1925
Steinkohle	36 098	32 225	29 080
Braunkohle	171	88	65
Eisenerz	450	288	210
Eisenrohguß und Stahl	1 652	1 014	1 007

Der Produktionsrückgang in den Jahren 1924 und 1925 wird ferner veranschaulicht durch die Zahl der Arbeitslosen, die ständig zunahm.

Zahl der Arbeitslosen[37])
in Tausend

	1923	1924	1925
1.		101	176
2.		111	185
3.		110	185
4.		95	178
5.		98	173
6.		138	172
7.	65	152	175
8.	57	165	186
9.	52	156	195
10.	55	147	214
11.	62	151	252
12.	68	162	311

Diese Verringerung der Leistungsfähigkeit machte sich wiederum in der Einnahmebeschaffung der öffentlichen Finanzwirtschaft geltend, indem die Erträge aus Vermögens- und Umsatzsteuern weit hinter den Voranschlägen zurückblieben.

Die Wirtschaftslage wurde ferner verschlechtert durch die Mißernte des Jahres 1924, die ein um 20—30 % geringeres Ergebnis aufwies als im Jahre 1923. Für ein Land wie Polen, das vorwiegend Agrarland ist, bedeutete das einen schweren Schlag; denn eine notleidende Landbevölkerung (64 %) mußte die Absatzmöglichkeiten der Industrie verringern. Das führte zu einer Einschränkung des Konsums von Agrarprodukten und damit zu erneuten Schwierigkeiten für deren Produzenten.

[36]) Rocznik Statystyki 1925/26, S. 147.
[37]) Rocznik Statystyki 1925/26, S. 526.

Durchschnittliche Produktion von Getreidearten[38]).

	1909/13	1922	1923	1924
Weizen	17 044	11 533	13 536	8 844
Roggen	57 485	50 135	59 624	36 548
Gerste	15 185	12 967	16 555	12 081
Hafer	28 314	25 056	35 224	24 119

Als weiterer ungünstiger Umstand kam im Jahre 1925 hinzu, daß am 15. Juni durch die Genfer Konvention vom 15. Mai 1922 auf Grund des Versailler Vertrages Polen von Deutschland zugestandene zollfreie Einfuhrkontingente, vor allem für Steinkohle, fortfielen. Die Absatzschwierigkeiten der polnischen Wirtschaft, die infolge der neuen politischen Konstellation sowieso groß waren, wurden dadurch vermehrt, daß sich eine Einigung mit Deutschland über die gegenseitigen Handelsbeziehungen nicht erzielen ließ, und daß die als Folge davon beiderseitig ergriffenen handelspolitischen Maßnahmen den Handel erschwerten[39]).

Alle diese Schwierigkeiten, die zum Teil im Gefolge der Stabilisierung, zum Teil auch unabhängig von der Währungsreform eintraten, fanden ihren Rückschlag in der Handelsbilanz. Der Außenhandel Polens hatte in den ersten Jahren des Bestehens der Republik große Fortschritte aufgewiesen. Die Handelsbilanz war günstig gewesen im zweiten Halbjahr des Jahres 1922 und auch im Jahre 1923, das mit einem Aktivum von 71,1 Millionen Złoty abschloß. Im Jahre 1924, dem Jahre der Sanierungsaktion, gestaltete sich die Handelsbilanz jedoch passiv. Dies hatte einmal seine Ursache darin, daß die Ausfuhr in dem Augenblick zurückgehen mußte, in dem die Exportunternehmungen sich der Vorteile beraubt sahen, die ihnen die Inflation gewährt hatte. Ferner machte sich nach der Stabilisierung ein sehr starker Einfuhrbedarf geltend, der einerseits von dem Streben nach Auffüllung der geschwächten Rohstofflager, andererseits von dem starken Konsumbedarf der Massen getragen wurde. Die Einkommensteigerung eines großen Teiles der Bevölkerung begünstigte die Einfuhr ausländischer Produkte. Von Mitte des Jahres drückte sich die Kreditpolitik der Bank Polski und die Kleingeldinflationspolitik der Regierung in einer Preisentwicklung aus, die die Exportmöglichkeiten der polnischen Exportunternehmungen einschränkte, während für das Ausland ein Importvorteil entstand. Schlechte Konjunkturen vergrößerten noch das

38) Annuaire International de Statistique Agricole, 1924/25, S. 102 f.
39) Vgl. Polen in: Wirtschaft des Auslandes (herausgegeben vom Institut für Konjunkturforschung in Berlin), S. 427.

Defizit der Handelsbilanz: die Preise der hauptsächlichen Ausfuhrprodukte, Zucker und Öl, sanken auf den internationalen Märkten [40]).

Verschärft wurde im Jahre 1924 die Passivität der Handelsbilanz weiterhin — dies nur ein Spiegelbild der deutschen und allgemein europäischen Entwicklung — durch den Lebensmitteleinfuhrbedarf, den die erwähnte Mißernte von 1924 ausgelöst hatte, und im Jahre 1925 durch den Wirtschaftskrieg mit Deutschland. Im Jahre 1924 betrug das Passivum: 212,7, im Jahre 1925: 333,2 Millionen Złoty.

Der direkte Einfluß einer ungünstigen Handelsbilanz auf die Fälligkeitsbilanz macht sich in Polen mehr fühlbar als in anderen Ländern, da außerhalb des Warenaustausches die wirtschaftlichen Beziehungen mit dem Auslande nur wenig entwickelt waren. Touristenverkehr, gegenseitige wirtschaftliche Dienste und der Austausch von Kapitalien haben in Polen nicht die Bedeutung, die diesen Faktoren in anderen Ländern zukommt. Als ein sehr ungünstiger Umstand muß es bezeichnet werden, daß die Verschärfung der Passivität der Handelsbilanz mit einer Schwächung der Kreditbilanz zusammentraf. Auslandskapital floß nur in sehr spärlichem Maße nach Polen hinein. Die italienische Anleihe von 63 Millionen Złoty war die einzige größere Auslandsanleihe, die der polnische Staat hatte erhalten können. Die Stabilisierung der Währung hatte ebenso wie in Deutschland auf der Voraussetzung beruht, daß das Ansehen der Wirtschaft zur Einrenkung einer geborgt aktiven Zahlungsbilanz ausreichen würde. Die Schwäche der polnischen Kreditbilanz, die leider infolge des lückenhaften statistischen Materials nicht zahlenmäßig bestimmt werden kann, deutet an, daß die polnische Wirtschaft zu jener Zeit in der internationalen Finanzwelt nicht das gleiche Vertrauen genoß, wie die westlichen Nachbarstaaten.

Erst an späterer Stelle wird der Einfluß zu erläutern sein, den die Gestaltung der Zahlungsbilanz auf den Verlauf der intervalutarischen Kursbildung ausübte.

Die zweite Inflation.

Dies war die Situation, die die Emissionsbank und die Regierung zu Maßnahmen verführte, die in ihren Folgen eine Inflation des Geldumlaufs, eine Steigerung des Inlandspreisniveaus und schließlich den Sturz des intervalutarischen Kurses des Złoty herbeiführten.

Die Kreditpolitik der Bank Polski.

Die eine Quelle, die den Geldumlauf im Verhältnis zum Handelsumfang stark verflüssigte und die frisch gebauten Fundamente der neuen Währung unterhöhlte, war die Steigerung der Kredite der Bank Polski. Im Prinzip haben die von der Emissionsbank gewährten Kredite

40) Vgl. Tabelle in Zbijewski, a. a. O. S. 24.

den Charakter von „crédits de reserve“ [41]) für die heimische Wirtschaft. In Polen jedoch wurde, wie bereits des näheren ausgeführt wurde, der Rediskont bei der Bank Polski die Hauptkreditquelle für das ganze Land.

Verteilung der von der Bank Polski gewährten Kredite[42]).

Verteilung	1924	1925			1926
	31. 12.	31. 3.	30. 6.	30. 9.	31. 12.	31. 12.
Gesamt	256,9	306,5	299,3	292,3	289,4	321,3
Kreditinstitute	142,2	171,2	170,2	154,7	149,1	144,9
Industrie	97,2	108,8	112,4	118,3	119,9	131,9
Handel u. Verschiedenes	13,4	13,4	10,6	12,7	14,9	17,3
Landwirtschaft	4,2	13,0	6,0	6,6	5,4	7,3

Aus diesen Zahlen wird die Bedeutung der Bank als Zentralkreditinstitut für die übrigen Kreditinstitute evident. Im Jahre 1924 verwandte die Bank Polski für diese Zwecke 55,2 %, am 30. Juni 1925 sogar 56,8 % ihrer Diskontkredite.

Bilanzziffern der Bank Polski[43])
(in Millionen Złoty)

Datum	Goldbestand	Devisen	Wechsel und Lombard	Notenumlauf
1924				
10. 5.	84,4	207,2	119,1	111,1
10. 8.	95,9	280,5	176,8	390,3
10. 11.	101,4	245,4	253,3	473,9
1925				
10. 1.	103,7	265,1	281,1	497,4
10. 2.	104,4	238,0	292,4	528,8
10. 3.	112,9	205,2	326,8	527,6
10. 4.	116,8	256,2	339,1	561,6
10. 5.	117,8	197,1	319,8	548,2
10. 6.	118,2	146,2	324,4	519,8
10. 7.	121,2	123,2	338,5	467,5
31. 7.	121,7	91,5	343,3	461,6

41) Vgl. Rocznik, Statystiki 1927, S. 268.
42) Vgl. Rocznik, Statystiki 1927, S. 268.
43) Vgl. Martin, a. a. O. S. 106.

Diese Tabelle zeigt zunächst die Stärkung der Stellung der Bank Polski etwa im ersten Vierteljahr nach ihrer Gründung durch eine erhebliche Steigerung des Gold- und Devisenbestandes. Dann aber weisen die Ziffern von August an einen dauernden Rückgang des Devisenfonds auf, der jedoch nicht von einer ständigen Erweiterung der Kredite und dementsprechend des Notenumlaufes abhielt. Ein Blick auf die Bilanz der P.K.K.P. vom 24. April 1924 und auf die Bilanz der B. P. vom 10. Mai 1924 zeigt, daß die B. P. die Diskontkredite der P.K.K.P. fast ohne Einschränkung als Złotykredite weitererteilte, eine Politik, die sich als unvorsichtig und unklug erweisen sollte.

Bilanzziffern der P.K.K.P.[44]) bis zum 24. April
in Millionen Złoty

Datum	Gold-reserve	Devisen	Noten-umlauf	Schuld des Staates	Wechselp.
31. 12. 23	67,9	—	102,2	90,7	16,9
31. 1. 24	81,7	64,8	171,9	130,5	24,3
29. 2. 24	82,3	114,2	294,2	162,2	37,4
31. 3. 24	83,9	147,3	331,2	162,1	77,0
24. 4. 24	88,2	190,3	317,1	162,1	119,0

Wohl hatte die Regierung, als sie anläßlich der Währungsreform die P.K.K.P. liquidierte und durch die B. P. als Emissionsinstitut ersetzte, die Absicht laut werden lassen, sie wolle darauf hinwirken, daß die neugeschaffene Währung nicht durch eine ebenso linerale Kreditpolitik, wie sie die P.K.K.P. getrieben hatte, gefährdet würde. Trotzdem wurden die Diskontkredite, die auch bei der P.K.K.P. den bei weitem größten Raum eingenommen hatten, von der B. P. in vollem Maße übernommen, ohne daß eine Kreditauslese stattgefunden hätte, die doch dringend am Platze gewesen wäre. Denn es gehört zu den wichtigsten Maßnahmen jeder Stabilisierungspolitik, daß man eine Sanierungsaktion mit einer Kreditrestriktion einleitet. Es war im höchsten Grade zu bedauern, daß Polen nicht dem Beispiel Deutschlands folgte, das mit seiner Kreditrestriktion vom 9. April 1924 im Auslande starken Eindruck machte.

Die erste Steigerung der Kredite wurde durch den starken Bedarf an flüssigen Mitteln nach der Stabilisierung hervorgerufen. Aber schon von August 1924 ab wurde ein Teil der Noten, die durch Wechseldiskont bei der Bank Polski abgehoben wurden, in Devisen umgewandelt. Die dauernde Fortsetzung dieses Vorganges zeigt deutlich,

44) Siehe Martin, a. a. O. S. 103.

daß die Kreditpolitik der Bank Polski zu large war. Trotzdem wurde noch Ende Oktober der Diskont von 12 % auf 10 % herabgesetzt. « Se rendant compte que le taux très élevé de l'intérêt était dans le pays un des principales raisons qui entravaient le développement de l'industrie en rendant toute concurrence impossible, la Banque de Pologne maintenait le taux de l'intérêt à un niveau très inférieur aux taux du marché [45]). » In dieser relativ niedrigen Einschätzung der Wirkungen der Zinspolitik auf die Währung haben wir die kreditpolitische Folgerung aus der theoretischen Überzeugung, daß sich die Menge des Geldes, die im Wechseldiskontgeschäft von der Zentralbank ausgegeben wird, allein nach den Bedürfnissen des Verkehrs richtet. Die Folge dieser Einstellung war, daß trotz andauernden Produktionsrückganges die Kreditinanspruchnahme durch Wechselkredit von 34 Millionen Złoty am 1. Januar 1924 auf rund 180 Millionen Złoty, im August 1924 und binnen eines weiteren halben Jahres auf rund 300 Millionen Złoty stieg. Zwei Drittel der Krediterweiterung seit August 1924 wirkte sich als Rückgang des Devisenvorrates von rund 280 Millionen auf 200 Millionen Złoty aus. Auch im Monat März wurden noch einmal fast 40 Millionen neue Kredite gewährt. Wenn sich die Bank auch dann mehr zurückhielt, so daß die Ziffern der gewährten Kredite zurückgingen, so wurde doch Ende Juli ein Höhepunkt von 343,3 Millionen Złoty erreicht. Die dann vorgenommenen Kreditrestriktionen setzten zu spät ein. In der Zwischenzeit hatte sich, wie in dem Abschnitt über die Wirkungen der Zahlungsmittelvermehrung auf die Preise bewiesen werden wird, die Kreditsteigerung in dem Maße inflatorisch ausgewirkt, daß offenbar eine Flucht aus dem Złoty in Devisen einsetzte.

Außerdem wurde die Bank Polski im Jahre 1925 vom Staate zu übermäßiger Kreditgewährung für seine Zwecke veranlaßt, wovon folgende Ziffern Zeugnis ablegen:

(in Millionen Złoty)

Datum	Wechsel-kredit	Lombard-kredit	Diskont. Schatz-wechsel	Zinsloser Kredit des Staates
31. 3. 1925	306,6	20,9	13,5	0,4
30. 6. 1925	299,2	28,5	13,7	50,0
30. 9. 1925	292,3	21,0	18,3	50,0
31. 12. 1925	289,4	36,2	18,2	50,0

45) Compte rendu des opérations de la Banque de Pologne, 1924, S. 17.

Unsere Feststellung, daß die Kreditpolitik der Bank Polski während des Jahres 1924 als „künstliche Schaffung neuer Kapitalien", als eine „Politik inflatorischen Charakters" [46]) bezeichnet werden kann, steht in scheinbarem Widerspruch zu der oben erwähnten Tatsache, daß überhaupt nur ein Prozentsatz der Kreditnachfrage befriedigt werden konnte. Dieser Widerspruch läßt sich folgendermaßen erklären: Der starke Kapitalmangel in Polen, der die große Kreditnachfrage bewirkte, gab den Anstoß zu der liberalen Kreditpolitik der Bank Polski. Die künstliche Kaufkraftschöpfung einer Bank wirkt zunächst immer etwas inflationistisch. Es ist Aufgabe des Produktionsapparates, die Korrektur der Inflation zu bewirken, indem er durch Vergrößerung der Produktionsbasis den entsprechenden „lag" möglichst schnell ausgleicht. Aus der Statistik über den dauernd zurückgehenden Produktionsumfang (Tabelle S. 28) geht hervor, daß der polnische Produktionsapparat nicht elastisch genug war, um die Selbstkorrektur der Inflation zu bewirken. Die Stagnation, in der sich die polnische Wirtschaft befand, wird auch dadurch gekennzeichnet, daß die 1924 und 1925 von der B. P. gewährten Kredite nicht voll ausgenutzt wurden [47]); d. h. die von der B. P. zugesagten Kredite wurden von den Berechtigten nicht voll in Anspruch genommen. Dieses Phänomen würde in normalen Zeiten als Beweis für den Reservecharakter der Kredite der Zentralnotenbank gegolten haben. Aber angesichts der Tatsache, daß die B. P. die Haupt- und in der zweiten Hälfte des Jahres 1925 sogar die einzige Kreditquelle des Landes war, kann das nur als eine Folge der schwierigen Lage der Wirtschaft erklärt werden. Deswegen wurde die Diskrepanz zwischen Kreditmittel- und Güterversorgung der Wirtschaft mehr als eine nur vorübergehende Erscheinung. Da sich die Kredite zum Teil nicht sofort in produktives Kapital verwandeln ließen, strömte ein Teil nach dem Devisenmarkt ab.

Der Entschluß der Bank Polski, Ende Juni die Diskontrate von 10 auf 12 % zu erhöhen [48]) und durch Einschränkung der Kredite an private Unternehmungen, insbesondere an die Landwirtschaft [49]), die Notenemission in dem Maße zu reduzieren, wie der Devisenvorrat abnahm, zeigt, daß nunmehr die verantwortlichen Stellen erkannt hatten, wo die Ursache und wo die Wirkung der Währungsgefährdung lagen, und daß sie bemüht waren, hier einzugreifen. Der Rückgang des Notenumlaufes hätte gewiß wesentlich schärfere Formen angenommen, wenn nicht die Kleingeldinflationspolitik des Staates die Deflationsversuche der Bank Polski durchkreuzt hätte.

46) Vgl. Rocznik Statystyki 1927, S. 265.
47) Vgl. Compte rendu de la B. d. P., 1924 et 1925.
48) In Anbetracht der großen Diskrepanz zwischen dem Diskontsatz der B. P. und dem Privatsatz konnte eine zweiprozentige Erhöhung den Geldmarkt allerdings kaum beeinflussen.
49) Die Kredite an die Landwirtschaft nahmen von 13 Millionen Zł. am 31. 3. auf 5 Millionen am 31. 12. ab.

Diese „Kleingeldinflation“ wurde dadurch hervorgerufen, daß — da die erforderlichen Einnahmen anderweitig nicht beschafft werden konnten — das Defizit des Staatshaushaltes durch ungedecktes Staatsgeld ausgeglichen wurde. Der Vorgang vollzog sich so, daß der Staat von seinem oben erwähnten Recht, Kleingeldnoten zu drucken, über die gesetzlich festgelegte Maximalgrenze hinaus Gebrauch machte. Durch eine Verordnung des Staatspräsidenten vom 28. Juni 1924 wurde die zunächst bestehende Verpflichtung zum Eintausch für die 1- und 2-Złoty-Kleingeldnoten aufgehoben. Die Noten, die bis dahin die Fähigkeit gehabt hatten, zur Tilgung von Verbindlichkeiten bis zu 10 Złoty und zu Einzahlungen bei den Finanzkassen in beliebiger Höhe verwandt zu werden, durften von nun an bis zur Höhe von 100 Złoty bei j e d e r Zahlung verwandt werden.

Datum	Scheidemünzen und Kleingeldnoten	Noten der Bank Polski	in Prozenten des Notenumlaufs der Bank Polski [50])
1924			
30. 6.	76 436	334 406	15,5 %
30. 9.	124 717	460 384	21,0 %
31. 12.	123 106	550 874	18,2 %
1925			
31. 3.	189 917	563 172	25,1 %
30. 6.	243 955	503 195	32,7 %
30. 9.	343 126	396 529	46,4 %
31. 12.	433 552	381 425	53,2 %
1926			
31. 1.	419 139	361 953	53,7 %
30. 3.	425 818	389 414	52,2 %
30. 6.	459 768	448 013	50,6 %
31. 7.	469 595	511 166	47,9 %
30. 9.	426 721	581 447	42,3 %
31. 12.	428 400	592 657	42,0 %

Im Jahre 1924 hielt sich der Umlauf an „Kleingeld“, der bis August auf 1231 Millionen stieg und dann ungefähr stationär blieb, innerhalb der gesetzlich gegebenen Grenzen. Die Emission war insofern gerechtfertigt, als sie einen Teil der eingezogenen Polenmark ersetzte.

50) Vgl. Rocznik Statystyki 1927, S. 269.

Im Jahre 1925 dagegen wurde die im Budget vorgesehene Einnahme aus der Emission von Kleingeldscheinen und -münzen in Höhe von 128 Millionen Złoty erheblich überschritten. Wir hatten oben gesehen, daß sich die finanzielle Lage des polnischen Staates im Jahre 1925 bedeutend verschlechterte. Enorme außerordentliche und ordentliche Ausgaben sollten bestritten werden. Anstatt ihre Ausgaben rücksichtslos zu kürzen, nahm die Regierung Zuflucht zu weiteren Emissionen von Kleingeld. Im Laufe des Februar erreichte die Emission eine Höhe von 185 Millionen Złoty und blieb bis zum Mai, abgesehen von einigen Schwankungen, stationär. Im Juni machte sich dann der schlechte Ausfall der Vermögenssteuer bemerkbar, die nur 58,5 anstatt 300 Millionen Złoty einbrachte. Die Regierung glaubte sich nun gezwungen zu sehen, ihre Emission beträchtlich zu erhöhen. Durch eine Verordnung vom 23. 6. 1925 wurde die Möglichkeit der Ausgabe von Kleingeldscheinen auch auf 5-Złotyscheine ausgedehnt, und der Finanzminister mit der Festsetzung der Einziehungstermine für die auf 1, 2 und 5 Złoty lautenden Scheine beauftragt. Der Finanzminister machte jedoch von der letzteren Befugnis keinen Gebrauch.

Die Erweiterung der Annahmepflicht für staatliches Kleingeld mußte die Bank Polski in eine peinliche Situation bringen. Sie mußte ihre Noten gegen Säcke voll Metallgeld und Berge von Kleingeldnoten abgeben. Da nun aber ihre Notenemission an eine Gold- und Devisendeckung geknüpft war, bestand die drohende Gefahr, daß die Deckung zu knapp wurde. Deshalb weigerte sich die Bank Polski, weiterhin staatliches Kleingeld unbeschränkt zu akzeptieren und kündigte dem Staat die Emissionsgemeinschaft. In einem Rundschreiben vom 15. Juni 1925 erklärte die Bank, daß sie von nun ab zwei verschiedene Konten geschaffen habe: das eine für gedecktes Geld, das andere für ungedeckte Scheidemünzen und Scheine. Eine Übertragung von dem einen Konto auf das andere sei unmöglich. Als Zahlung würden nur bis zu 100 Złoty in ungedecktem Geld, übergangsweise bis zu 5 % der eingezahlten Summe, aber nur bis zum Höchstbetrage von 500 Złoty angenommen.

Dieses Vorgehen der Bank Polski war durchaus berechtigt, denn das Kleingeld bedrohte die Bank mit einer Stauung dieser akzessorischen Geldart. Wenn auch keine direkte Einlösung vorgesehen war, so bestand doch eine indirekte Einlösung, solange das Kleingeld unbegrenzt einzahlbar, aber bei anepizentrischen Zahlungen von einer bestimmten Höhe (100 Złoty) ablehnbar war. Dadurch wurde die Aufrechterhaltung der Währung bedroht. Denn da die Emission des in valutarischem Gelde einlösbaren Kleingeldes weiterstieg, bestand die Gefahr, daß die valutarische Geldart, die Noten der Bank Polski, aus den Kassen verschwinden würden, wenn der anderen Geldart weiter freier Zutritt gewährt würde.

Diese von der Bank Polski erlassene Verfügung über die zweifache Behandlung von Banknoten und staatlichem „Kleingeld" sowie die Annahmebeschränkung für dieses Kleingeld mußte mit Notwendigkeit das größte Mißtrauen des Publikums und deshalb eine erhebliche Minderbewertung des ungedeckten Geldes gegenüber den gedeckten Scheinen der Bank Polski nach sich ziehen.

Um einen Druck auf den Złotykurs im Auslande zu vermeiden, sollte das ungedeckte Kleingeld ausschließlich im inländischen Verkehr verwandt werden. Selbst wenn es möglich gewesen wäre, das Kleingeld von den ausländischen Börsen in Danzig, Deutsch-Oberschlesien und den sonstigen Grenzgebieten fernzuhalten, so konnte die Einwirkung der Kleingeldemission auf den Złotykurs im Auslande nicht ausbleiben; denn der inflatorisch gesteigerte Zahlungsmittelumlauf im Innern des Landes mußte, wie noch im einzelnen nachzuweisen sein wird, mit Notwendigkeit die innere Preisbildung beeinflussen und von dem überhöhten Preisniveau des Inlandes entsprechend der Inflationstheorie auf den intervalutarischen Kurs wirken. Der inoffizielle Kurswert der Kleingeldnoten senkte sich, und es stand zu erwarten, daß trotz der vorhandenen Deckung der eigentlichen Banknoten der Kurs des „guten" Geldes in der Tendenz dem des schlechten folgen würde. Am 2. Juli 1925 erschien denn auch an der Berliner Börse eine getrennte Notierung der Noten der Bank Polski und der vom Finanzminister ausgegebenen Kleingeldnoten.

Die Bank Polski, die anfangs dem Staate gegenüber in der Ablehnung des Kleingeldes festblieb, änderte nach nur kurzer Zeit wieder ihre Haltung, und der Präsident der Bank, Karpinski, erklärte, daß die Schalter der Bank Kleingeld wieder in unbeschränktem Maße entgegennehmen würden. Dadurch wurde zwar eine Entspannung des Zahlungsverkehrs herbeigeführt, und das Disagio des Kleingeldes verschwand. Andererseits mußte nunmehr der gesamte Geldumlauf dem Gold- und Devisenvorrat gegenübergestellt werden, die Bank Polski konnte sich nicht mehr an die Deckungsvorschriften kehren. Die Leitung der Währungspolitik entglitt vollkommen ihren Händen. Das ständige Wachsen der Kleingeldemissionen hatte inzwischen zu einer beträchtlichen Preissteigerung im Inlande geführt und das Defizit der Handelsbilanz bedeutend verschärft. In immer stärkerem Maße flossen Devisen ab, bis schließlich die Bank Polski die an sie herantretende Devisennachfrage nicht mehr voll erfüllen konnte.

Die stärksten Ausmaße nahm die Kleingeldemission in den Monaten an, die dem Złotysturz folgten. Vom 1. Juli bis Ende Dezember stieg der Kleingeldumlauf von 284 Millionen auf 433 Millionen Złoty. Seit November 1925 überstieg der Kleingeldumlauf sogar den Notenumlauf der Bank Polski. Trotz der zeitweise katastrophalen Verschlechterung der Währungslage setzte die Regierung die Ausgabe von Kleingeld

bis auf den Höchstbetrag von 470 Millionen Złoty am 31. Juli 1926 fort, obwohl nach Art. 10 der Verordnung vom 30. April 1924 der Umlauf an Kleingeld höchstens 12 Złoty pro Kopf, d. h. rund 320 Millionen Złoty betragen durfte[51]). Durch ein Gesetz vom 28. November 1925 wurde die Höchstgrenze für die Ausgabe von Kleingeld auf 410 Millionen festgesetzt, aber diese Grenze wurde auch bald überschritten, denn schon im Dezember 1925 betrug der Kleingeldumlauf 433,5 Millionen Złoty.

Wir sehen also — um es noch einmal kurz zusammenzufassen —, daß die nach der Stabilisation der Polenmark in Erscheinung tretende Wirtschaftskrise, die in erster Linie eine Kapitalkrise war, die Emissionsbank und die Regierung zu einer Kreditpolitik verleiteten, die letzten Endes den Złotysturz herbeiführen mußte, denn diese Politik enthielt von vornherein zwei große Gefahren: Jede Kreditpolitik, der der Zweck künstlicher Kaufkraftschöpfung eigen ist, muß eine Gefahr für die Aufrechterhaltung der Werteinheit bilden, wenn sie den ständigen Produktionsrückgang unberücksichtigt läßt. Eine Gefahr für die Złotywährung lag ferner in der Tatsache, daß der Staat zu einem geldschöpferischen Deckungsverfahren die Zuflucht nahm, dessen Auswirkungen sehr wohl zu einer inflatorischen Vermehrung des Geldumlaufs führen konnte, die in ihren letzten Auswirkungen den Sturz der Währung herbeiführen konnte.

Die Wirkungen der Inflation.

Preissteigerungen im Inland.

Zum Beweis unserer Auffassung, die in dem im Verhältnis zu den sonstigen wirtschaftlichen Faktoren zu stark erhöhten Zahlungsmittelumlauf die Ursache des Złotysturzes sieht, ist es notwendig, den Einfluß dieses Faktors auf das Preisniveau im einzelnen festzustellen. Wenn sich auch die Preissteigerungen in einem Land als Folge der Bedingungen, unter denen seine Zahlungsmittel entstehen, „nicht als vollkommen einheitlicher gleichmäßiger Ausdruck sinkenden „Geldwertes" erfassen lassen, so sind sie doch ein überall zu beobachtender Vorgang"[52]).

Auch muß hier darauf hingewiesen werden, daß eine Erfassung des Preisniveaus infolge der Ungenauigkeiten und Fehler, die jeder Methode der Indexzahlen anhaften, nur bedingt möglich ist. Doch können die grundsätzlichen Mängel der Indexzahlen, wenn es sich um den Vergleich nahe beieinanderliegender Zeitpunkte und Daten handelt, so weit vernachlässigt werden, daß man doch gewisse Schlüsse ziehen darf.

[51]) Eine spätere Verordnung vom 14. April hatte die Emission auf 150 Millionen beschränkt, jedenfalls für das Jahr 1924.

[52]) Gutmann, Franz: Währungsideen und Währungsgestaltung in der Gegenwart, 1928, S. 6.

Ein Vergleich der Preiskurve und der Zahlungsmittelkurve, die infolge der Kreditpolitik der Bank Polski und der staatlichen Kleingeldemission dauernd stieg, wird ergeben, daß diese wesentlichen Einfluß auf die Entwicklung des Preisniveaus im Inland ausübte, und auf dem Wege über die Zahlungs- bzw. Fälligkeitsbilanz schließlich den Sturz des Złoty herbeiführte. Trotz des beobachteten zeitweiligen Zurückbleibens der Zahlungsmittelvermehrung hinter der Preissteigerung liefert die polnische Entwicklung in den Jahren 1924 und 1925 Erfahrungen, die die Grundsätze der Inflationstheorie nur bekräftigen, wenn auch der Preisbewegung Eigenbewegungen — allerdings längst nicht in dem Maße, wie es Zbijewski zu beweisen sucht[53]) — nicht abzusprechen sind.

Schon vor Beendigung der Markinflation in Polen hatte eine gewisse Anpassung der Kaufkraft der Valuta an ihren Außenwert eingesetzt, da die Wirtschaft zum großen Teil zur Rechnung in fremden Währungen übergegangen war. Kurz nach der Stabilisation im Februar 1924 wurde die Preishausse gestoppt.

Wie die Tabelle zeigt,

Datum Ende des Monats	Preisindex[54])		Gesamtumlauf[55])	
	1924	1925	1924	1925
2.	111,8	119,5	294,2	694,2
3.	110,4	121,2	331,2	737,2
4.	109,0	121,6	317,1	754,8
5.	104,8	119,4	440,0	752,5
6.	100,6	118,0	489,7	766,2
7.	102,3	119,3	530,8	747,1
8.	109,2	119,6	563,5	746,3
9.	112,4		591,1	
10.	116,4		642,9	
11.	116,6		629,0	
12.	118,3		675,8	

begann der Generalindex der Großhandelspreise seit März zu sinken. Zur Zeit der Stabilisation übertrafen die realen Preise in Polen, d. h. die Goldpreise umgerechnet über den jeweiligen Dollarkurs, noch das Weltpreisniveau, denn die Unternehmer und Händler hatten zunächst kein Vertrauen in das Stabilisierungswerk und kalkulierten die Preise, als ob sie auf eine neue Baisse des intervalutarischen Kurses rechneten.

53) Vgl. Zbijewski, V. J.: La stabilisation monitaire en Pologne, Paris 1928, S. 21 ff.
54) Großhandelsindex, 1914 = 100 (57 Waren).
55) In Millionen Złoty.

Als sich jedoch die Stabilisation als gesichert erwies, begann ein langsamer Preisrückgang, der bis Juni 1924 andauerte. Die Entwicklung der polnischen Wirtschaftslage zwischen Februar und Juni 1925 könnte als Argument gegen die Quantitätstheorie angeführt werden[56]). Denn ein beträchtliches Anwachsen des Geldumlaufes wurde von einer wenn auch schwachen Senkung der Preise begleitet. Diese Tatsache ist vermutlich darauf zurückzuführen, daß sich in den Monaten Januar bis Juni 1924 die Schnelligkeit des Umlaufes rascher verringerte, als die Gesamtsumme des Zahlungsmittelumlaufes sich vergrößerte. Eine solche Diagnose wird durch folgende Überlegung gerechtfertigt: Während der ersten Inflation wurden die Beamten, die Angestellten privater Unternehmungen und alle diejenigen, die gewöhnlich monatlich bezahlt werden, mehrere Male im Monat, und die Arbeiter, die gewöhnlich wöchentlich abgelohnt werden, mehrmals in der Woche bezahlt. Die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes wurde dadurch stark erhöht. Nach der Stabilisation und Einführung des Złoty kehrte man zu den alten Zahlungsmethoden zurück und der Zwischenraum, der die Auszahlungen voneinander trennte, wurde größer. Infolgedessen behielt jedermann längere Zeit eine größere Summe bei sich als in der Inflationszeit, in der die in kurzen Abständen erhaltenen Zahlungen sofort zu Warenkäufen verwendet wurden. Ein weiteres Symptom, das die Annahme einer bedeutend herabgeminderten Effizienz des Geldes nach Einführung des Złoty zu rechtfertigen scheint, ist das zwar langsame aber ständige Anwachsen der Spartätigkeit. So läßt es sich erklären, daß trotz zunehmender Schaffung von Bankzahlungsmitteln die Preise eine sinkende Tendenz aufwiesen.

Von Juni an begann eine neue Preissteigerung, die allmählich die Preise der Länder, mit denen Polen in pantopolischen Beziehungen stand, übertraf und so eine günstige Konjunktur für die Einfuhr ausländischer Waren schuf.

Index der Großhandelspreise[57]).

Datum	Polen	Deutschland	England	U.S.A.
30. 6. 1924	100	100	100	100
30. 9. 1924	111,7	106,8	103,6	101,3
31. 12. 1924	117,6	109,6	108,4	107,1
31. 3. 1925	120,9	109,5	102,7	109,7
30. 6. 1925	118,6	109,9	96,2	105,8
30. 9. 1925	126,4	111,4	97,3	107,1

56) Vgl. Zbijewski, a. a. O. S. 39/40.
57) Vgl. Mincer, a. a. O. S. 130.

Äußerlich betrachtet lag die Vermutung vielleicht nahe, den Umschlag in der Preiskurve darauf zurückzuführen, daß sich Anfang Juni eine schlechte Ernte ankündigte. Diese Erwartung und dann das Eintreten der Mißernte bewirkten, daß die Preise der Agrarprodukte zu steigen anfingen. Und zwar stieg der Index für Agrarprodukte von Juni bis Juli 1924 um 10 Punkte, während der für Industrieprodukte noch um fast 3 Punkte zurückging. Da die städtische Bevölkerung gezwungen war, Brot und Agrarprodukte teurer zu kaufen als bisher, hätte sie ihre anderen Ausgaben einschränken müssen, die Preise der industriellen Produkte hätten also weiter sinken müssen oder ihre Ausfuhr hätte anwachsen müssen. Aber weder das eine noch das andere war der Fall. Von August an stieg sogar der Index für industrielle Produkte. Diese Preissteigerung nahm ihren Ausgang von Änderungen in der Einkommensbildung und Einkommensverwendung innerhalb der polnischen Bevölkerung. Die Statistik weist in der ersten Hälfte des Jahres 1924 (siehe Tabelle S. 68) eine erhebliche Steigerung der Einkommen weiter Bevölkerungskreise auf. Die erhöhten Einkommen der Beamten und Arbeiter wurden zum großen Teil konsumtiv verwandt, da die Bevölkerung nach den Entbehrungen der Kriegs- und Inflationszeit den Wunsch hatte, nach Möglichkeit ihrer Konsumfreudigkeit die Zügel schießen zu lassen. Auch die Einkommenssteigerung, die Einzelpersonen durch die liberale Kreditpolitik der Bank Polski und der von ihr abhängigen Privatbanken erfuhren, wurde in großem Umfang konsumiert. Ein großer Teil der Industriellen, denen diese Kredite zuflossen, gewährten den Händlern Erleichterungen in den Zahlungsbedingungen, diese wiederum gewährten sie den Käufern. So erklärt es sich, daß die Nachfrage auch nach Industrieprodukten stark genug war, um die Preise steigen zu lassen. Um erhöhte Preise zahlen zu können, müssen die Käufer in der Lage sein, weiter über erhöhte Einkommen zu verfügen. Diese wurden ihnen durch die ständig erweiterten Krediterteilungen der Bank Polski zur Verfügung gestellt. Die Preise stiegen weiter. Von Ende Juli bis Ende Oktober erhöhte sich der Gesamtumlauf um 153,5 Millionen Złoty, in derselben Zeit betrugen die Noten, die durch Wechsel- und Lombardkredite und Girokredite der Bank Polski in den Verkehr gelangten, 112,7 + 11 = 123,7 Millionen Złoty. Der Preisindex stieg während dieser Zeit von 100,6 Ende Juni auf 116,6 Ende Oktober.

Anfang November machte die Bank Polski einen Deflationsversuch, indem sie den Notenumlauf von 503,7 am 31. Oktober auf 497,6 Millionen Złoty am 30. November verringerte. Dieser allerdings unbedeutende Rückgang von 6 Millionen entstand nicht durch Kreditrestriktionen, sondern durch eine Absorption eingehender Noten durch Devisen. Trotz dieser Deflation stieg der Generalindex der Großhandelspreise im November von 116,4 auf 116,6. Von allen Seiten im

Land ertönten Klagen[58]) über eine Knappheit an Zahlungsmitteln. Der hohe Zinssatz, oder wie man sagte, die „cherté de l'argent", trug vor allem dazu bei, im Lande die Meinung zu verbreiten, daß der Betrag des im Umlauf befindlichen Geldes ungenügend sei. Es wurden deshalb verschiedene Pläne veröffentlicht, die ein Anwachsen des Geldumlaufes beabsichtigten, mit dem Ziel, den Zinssatz zu senken. Doch die Bank Polski wies alle diese nur schlecht begründeten Vorschläge zurück, die auf einer Verwechslung von Geld und Kapital beruhten. Die Bank Polski wußte sehr wohl, daß Polen Mangel an Kapital, nicht aber an Geldmitteln hatte. Hätte tatsächlich ein Mangel an Geldmitteln vorgelegen, so hätte dieser eine Preissenkung hervorrufen müssen, doch war ja gerade das Gegenteil der Fall.

Ende November wich die Bank dann doch wieder dem auf sie von allen Seiten ausgeübten Druck, erniedrigte sogar, wie wir sahen (S. 33) am 24. November 1924 den Diskontsatz von 12 auf 10 % und setzte die dauernde Steigerung ihrer Notenemission fort. Vorher hatte sie sich allerdings vergewissert, „qu'un important emprunt étranger sera bientot contracté par le gouvernement"[59]). Von Ende November bis Anfang Mai stieg der Notenumlauf von 497,6 auf 567,2 (Giro von 580 auf 632). Von Ende November bis Ende Dezember stieg er am schnellsten, nämlich von 497,6 auf 551 Millionen Złoty. Infolgedessen stiegen auch die Preise weiter, von Mitte Dezember an sogar sehr rasch. Der Großhandelsindex stieg von 116,6 im November auf 118,3 im Dezember und auf 119,4 im Mai 1925.

Im Januar 1925 erhöhte sich der Notenumlauf nur um 3 Millionen. Er ging sogar von 553,2 Ende Januar auf 549,6 Ende Februar zurück. Doch konnte dies auf den Geldumlauf bzw. das Preisniveau wenig Einfluß haben, da gerade in den ersten Monaten des neuen Jahres die staatliche Kleingeldemission größere Ausmaße anzunehmen begann. Von Ende Dezember 1924 bis Februar 1925 stieg sie um rund 51 Millionen. Im März kontrahierte die Regierung eine größere Auslandsanleihe, die, nachdem sie gegen Noten der Bank Polski eingetauscht war, von neuem den Umlauf vergrößerte. Der Index der Großhandelspreise stieg auf 121,6. Ende April begann der Devisenabfluß, der sich infolge des großen Defizits der Handelsbilanz seit Ende des Jahres 1924 bemerkbar gemacht hatte und nur im März infolge des Anleiheerlöses gestoppt worden war, mit verstärkter Schnelligkeit vor sich zu gehen. Die Bank Polski verringerte im Mai, Juni und Juli ihren Notenumlauf, indem sie ihre Kredite bedeutend einschränkte; aber es war nun die Regierung, die die Deflationsbestrebungen der Bank durchkreuzte und durch ihre eigenen Emissionen die Anstrengungen der Bank zunichte machte. Im Mai hatten die

58) Mincer, a. a. O. S. 111.
59) Zbijewski, a. a. O. S. 40.

Preise eine deutliche Tendenz zum Fallen gezeigt. Der Index war von 121,6 auf 119,4 zurückgegangen. Genau im Mai aber wuchs der Zahlungsmittelumlauf infolge der staatlichen Emissionen. Unter dem Einfluß dieser Geldvermehrung kehrte der Index zu seiner vorherigen Höhe zurück, obgleich sich zur selben Zeit, d. h. Ende Juni, auf den Weltmärkten eine Preissenkung ankündigte. Von Mai 1925 war es also die inflationistische Vermehrung der Zahlungsmittel in Gestalt der Kleingeldpolitik des Staates, die die Preise hoch hielt.

Vergleichen wir die Generalindizes der Großhandelspreise mit den Ziffern des Zahlungsmittelumlaufes zwischen Juni 1924, dem Zeitpunkt, an dem die Preissenkung aufhörte, und Juli 1925, dem Zeitpunkt des Złotysturzes, so sehen wir, daß die Preiskurve bis Februar 1925 der Zahlungsmittelkurve vorauseilt. Unsere These, die der Vermehrung der Umlaufsmittel maßgebenden Einfluß auf das Preisniveau zuerkennt, wird dadurch jedoch keinesfalls widerlegt.

Es wurde bereits (S. 10) ausgeführt, daß aus einem Nacheilen des Zahlungsmittelumlaufes hinter der Preissteigerung keine Schlüsse gegen die prinzipielle Richtigkeit der Inflations- bzw. Quantitätstheorie gezogen werden können. Es wurde darauf hingewiesen, daß die „Effizienz" des Geldes einerseits, die Erteilung von Girokrediten andererseits dieselbe Wirkung auf den „Geldwert" oder das Preisniveau haben kann, wie eine Vergrößerung der Zahlungsmittelmenge.

Während die Effizienz des Geldes im Jahre 1924 wohl als neutral bezeichnet werden kann — bis Ende Mai hatte sie sich, wie oben nachgewiesen wurde, sogar eher in negativem Sinne ausgewirkt —, trat auf dem Wege der Girokredite tatsächlich auch eine Ausweitung des Zahlungsmittelvolumens ein, die den Tatbestand wesentlich verändern würde, hätte man diese Kredite im Augenblick ihrer Erteilung dem Umlauf zugerechnet.

Datum	Girokredite der B. P.[60]) in Millionen Złoty
1924	
31. 5.	28,9
30. 6.	40,9
31. 7.	54,0
30. 9.	58,9
31. 10.	62,4
30. 11.	82,4
31. 12.	72,2

60) Zusammengestellt nach Bankbilanzziffern in den Comptes rendus de la Banque de Pologne 1924/25.

Datum	Girokredite der B. P. in Millionen Złoty
1925	
31. 1.	53,0
28. 2.	43,7
31. 3.	94,6
30. 4.	65,6
31. 5.	67,2
30. 6.	65,1
31. 7.	74,3

Erhöhung des ausländischen Wechselkurses.

Im folgenden soll der Einfluß der Zahlungsmittelvermehrung auf den Złotykurs dargelegt werden. Es wird sich zeigen, daß man auch hier in dem Ablauf der tatsächlichen Vorgänge die auf inflationstheoretischen Prinzipien beruhende Erklärung bewahrheitet finden wird, die in dem Sinken des intervalutarischen Kurses die Folge der vor allem durch inflatorische Geldvermehrung hervorgerufenen Warenpreissteigerung sieht

Datum	Saldo der Handelsbilanz	Preisindex	Totalumlauf
1924			
2.	— 5	111,8	294,2
3.	—10	110,4	331,2
4.	—20	109,0	317,1
5.	—23	104,0	440,0
6.	—22	100,6	489,7
7.	—16	102,3	530,8
8.	—18	109,2	563,5
9.	—17	112,4	591,1
10.	—42	116,4	642,9
11.	—22	116,6	629,0
12.	—43	118,3	675,8
1925			
1.	—62	119,5	694,3
2.	—48	121,2	737,1
3.	—69	121,6	754,8
4.	—94	119,5	732,5
5.	—80	118,0	766,2
6.	—66	119,6	747,1
7.	—94	119,6	746,3

Es ist eine unbestrittene Tatsache, daß der Złotysturz die Folge eines enormen Defizits der Handelsbilanz Polens war, das im Juli 1925 die verfügbaren Reserven des Emissionsinstitutes erschöpfte. Doch die Ursachen dieses Defizits sind in der inflatorischen Vermehrung der Zahlungsmittel im Jahre 1924 und 1925 zu erblicken.

Wie bereits erwähnt, hängt die Zahlungsbilanz Polens fast allein von dem Stande der Handelsbilanz ab. Tritt ein Defizit ein, so kann es nicht anders gedeckt werden als durch Zufluß von Auslandskapital oder durch Abströmen aus der Devisen- und Metallreserve der Emissionsbank. Die anderen Faktoren der Zahlungsbilanz, wie Touristenverkehr, gegenseitige Dienste usw., spielen nur eine ganz untergeordnete Rolle und gleichen sich meistens aus[61]).

Diese Vereinfachung des polnischen Austauschmechanismus läßt die Gefahr erkennen, die in einem größeren Defizit der Handelsbilanz für die Währung des Landes geschaffen wurde.

Das Defizit der Handelsbilanz erreichte im Laufe der 18 Monate der Złotystabilität die Summe von 746 Millionen Złoty. Das Jahr 1924 schloß mit einem Defizit von 233 Millionen Złoty, das Defizit der ersten sieben Monate des Jahres 1925 belief sich auf 513 Millionen. Die Folge dieser außergewöhnlichen Passivität der Handelsbilanz, die im Jahre 1925 monatliche Schwankungen von 60—95 Millionen aufwies, war eine ständige Verringerung des Devisenvorrates der Bank Polski. Dieser erreichte seinen höchsten Stand von 280,5 Millionen Złoty am 10. August 1924, ging von da an langsam auf 205,2 Millionen am 10. März 1925 zurück und sank dann rasch nach einem vorübergehenden Ansteigen auf 259,4 Millionen am 31. März 1925 infolge des Erlöses aus der ersten Tranche einer amerikanischen Anleihe bis auf 91,5 Millionen Złoty am 31. Juli 1925.

Durch eine günstige Gestaltung der Fälligkeitsbilanz, d. h. in diesem Falle durch Heranziehen von Auslandskrediten, hätte dieser Lage augenblicklicher Zahlungen und des damit verbundenen rapiden Rückganges des Devisenfonds ausgewichen werden können. Doch da die ausländische Finanzwelt Polen skeptisch gegenüberstand, war es der Regierung nicht möglich, Anleihen in wirksamer Höhe zu kontrahieren. Die amerikanische Anleihe von Dillon, Read & Co., deren Erlös aus der ersten Tranche den Devisenfonds der Bank Polski im März 1925 vorübergehend anwachsen ließ und in deren Erwartung die Bank Polski den Notenumlauf im Dezember 1924 bedeutend gesteigert hatte, konnte nicht in vollem Umfange realisiert werden.

Seit Eröffnung der Bank Polski am 28. April 1924 bis zum 26. August 1925 wurde der Złotykurs an der Warschauer Börse zu

61) Zbijewski, a. a. O. S. 21.

seiner Goldparität in Beziehung zum Dollar notiert. Während dieser Zeit verkaufte die Bank Polski ohne Einschränkung Dollardevisen zum Kurse von 5,28 und sicherte, indem sie auf diese Art die Devisennachfrage des Publikums befriedigte, die Stabilität des intervalutarischen Kurses. Dieses Prinzip konnte im Jahre 1924 ohne Anstrengung erfüllt werden, da Devisen aus außergewöhnlichen Quellen zuflossen, nämlich: 62,3 Millionen Złoty aus der italienischen Anleihe, zirka 30 Millionen aus dem Verkauf bolschewistischer Juwelen in Ausführung des Rigaer Vertrages; ferner erhebliche Beträge aus dem Verkauf zahlenmäßig nicht erfaßbarer, aber anscheinend recht beträchtlicher Devisen, die von Privatpersonen während der ersten Inflation thesauriert worden waren.

Im Jahre 1925 wurde es der Bank Polski trotz Realisierung der 123 Millionen aus der amerikanischen Anleihe von Tag zu Tag schwerer, den Devisenbedarf ihrer Kunden zu befriedigen; denn die seit Ende Dezember infolge inflatorischer Preissteigerung stark wachsende Wareneinfuhr ließ die Nachfrage nach Devisen bei der Bank Polski rapide ansteigen. Im Monat Juli zeigte es sich, daß die Bank Polski nicht mehr dem Devisenbedarf völlig nachkommen konnte, deshalb entschloß sie sich Ende Juli, ihren Devisenverkauf einzuschränken. Bis dahin war jeder Devisenachfrage entsprochen worden, und man konnte an der offiziellen Warschauer Börse in jeder Höhe Złoty gegen Dollar zum Paritätskurs austauschen. Eine Folge der Repartierungspolitik der Bank Polski war, daß die Importeure anfingen, ihre Gläubiger in Złoty zu bezahlen. Auf den ausländischen Geldmärkten vergrößerte sich das Złotyangebot. Am 27. Juli fiel der Złotykurs an den ausländischen Börsen. Auf dem privaten Markt in Polen offenbarte sich die Hausse der ausländischen Kurse von dem Augenblick an, wo der Devisenverkauf bei der Bank Polski eingeschränkt wurde. Die Käufer nämlich, die von der Bank Polski keine Devisen mehr erlangen konnten, suchten sie außerhalb der offiziellen Börse zu erhalten. Sie erhielten sie, aber zu einem höheren Kurs, als dem der Bank Polski. So erschien in dem Augenblick, wo die Bank Polski ihren Devisenverkauf limitierte, neben der offiziellen Börse die nichtoffizielle, die sogenannte „Schwarze Börse". Es ist nur verständlich, daß das Nebeneinanderbestehen zweier Kurse die Geschäftsleute dahin beeinflußte, ihre Nachfrage nach Devisen zu verstärken, da sie in der nächsten Zukunft ein weiteres Fallen des Złotykurses vorhersahen. So schuf die Spekulation eine Nachfrage, die den wirklichen Bedarf an Devisen übertraf und den Sturz des Złoty noch beschleunigte. Ende August wurde dann auch an der offiziellen Warschauer Börse der Kurs des Złoty herabgesetzt.

Monatlicher Durchschnittskurs des Dollar an der Warschauer Börse von der Einführung des Złoty bis zu seiner Devalvation.

1924		1926	
5.	5,18	1.	7,55
6.	5,18	2.	7,50
7.	5,18	3.	7,80
8.	5,18	4.	9,01
9.	5,18	5.	10,55
10.	5,18	6.	10,09
11.	5,18	7.	9,20
12.	5,18	8.	9,06
1925		9.	9,00
1.	5,18	10.	9,00
2.	5,18	11.	9,00
3.	5,18	12.	9,00
4.	5,18	1927	
5.	5,18	1.	8,99
6.	5,18	2.	8,95
7.	5,19	3.	8,95
8.	5,30	4.	8,93
9.	5,84	5.	8,93
10.	5,98	6.	8,93
11.	6,51	7.	8,93
12.	9,10	8.	8,93
		9.	8,93

Die Bank Polski versuchte vergeblich, den Kurs vor weiterem Abgleiten zu bewahren. Sie verstärkte ihre Deflationsversuche, so daß ihr Notenumlauf von 567 Millionen am 30. April auf 361 Millionen am 30. November 1925 zurückging. Doch das Anwachsen der staatlichen Kleingeldemission durchkreuzte diese Anstrengungen. Die Ausgabe von Kleingeld wuchs von 183,6 auf rund 400 Millionen Złoty in derselben Zeit. Daraufhin bemühte sich die Bank Polski, durch direkte Intervention den Złotykurs auf 5,98 zu halten. Als jedoch die Auslandsanleihe, die zu diesem Zweck aufgenommen worden war, erschöpft war, und der Bank laut Ausweis vom 10. November 1925 nur eine unbedeutende Summe von Devisen und ausländischen Münzen blieb, sank der Złoty am 12. November von neuem und zwar um 75,6 % bis auf 10,50 am 16. Dezember 1925. Ende Dezember verbesserte sich der Kurs auf 8,30 und zu Beginn des Jahres stieg er sogar auf 7,30. Diese allerdings nur vorübergehende Kursbesserung

war vor allem auf die durch den Złotysturz verursachte Schwächung der Kaufkraft der Wirtschaft zurückzuführen. Der Złotysturz drückte sich in einer Preisentwicklung aus, bei der die Kaufkraft des Złoty im Inland größer war als im Ausland. Es ergab sich also eine Exportprämie auf der einen, eine Erschwerung des Imports auf der anderen Seite. Die Einfuhr wurde bedeutend eingeschränkt, da die Preise der eingeführten Produkte, ausgedrückt in Złoty, stiegen, während die Einkommen der Bevölkerung in den Jahren 1925/26 sich kaum änderten.

Arbeitslöhne und Dollarkurs während der Periode der Schwankungen des polnischen Kurses.

Monat	Metallarbeiter	Textilarbeiter	Bergarbeiter	Maurer	Dollarkurs
1925					
Juni	7,10	3,76	4,63	8,64	5,18
Sept.	7,81	3,76	4,82	8,64	5,84
Dez.	7,81	3,76	4,89	8,64	9,09
1926					
März	7,81	3,76	5,01	8,64	7,90
Juni	7,81	3,76	5,90	8,64	10,00

Über die Entwicklung, die die Salden der Handelsbilanz während der Zeit der Złotyschwankungen nahmen, unterrichtet folgende Tabelle:

1925		1926	
August	— 17,	Januar	+61,9
September	+ 35,9	Februar	+42,9
Oktober	+ 50,6	März	+15,4
November	+ 70,4	April	+25,6
Dezember	+103,7	Mai	+37,5
		Juni	+38,5

Die erfolgreiche Verteidigung des Złotykurses gegen ein weiteres Absinken wurde auch durch die Wirkungen der verschärften Devisenordnungen unterstützt. Hatte die Regierung nach Einführung der Złotywährung durch die Verordnung vom 28. März 1924 den Devisenverkehr im wesentlichen freigegeben, so wurde dieser durch ein Gesetz vom 10. Juni 1925 ganz auf die Bank Polski und die sogenannten Devisenbanken beschränkt. Die Hauptvorschriften dieses neuen Gesetzes bezogen sich auf Maßnahmen, die geeignet waren, die Abgabepflicht für Exportvaluten zu erweitern, d. h. also der Bank Polski als

zentralem Noteninstitut neue Devisen und Valuten zuzuführen, um den Devisenfonds zu stärken.

Die Kursbesserung des Złoty erwies sich jedoch nur als vorübergehende Erscheinung. Schon Anfang März zeigten sich Anzeichen eines beginnenden neuen Złotysturzes, da der Überschuß aus der Handelsbilanz, der im März zudem auch noch stark zurückging, die Nachfrage nach Devisen nicht zu befriedigen vermochte. Es war vor allem das durch eine Vertrauenskrise erzeugte Thesaurieren von Devisen und ausländischen Zahlungsmitteln auf seiten der polnischen Geschäftsleute und auch des Publikums, das die Nachfrage nach ausländischen Valuten spekulativ in die Höhe trieb. Die Erfahrungen der ersten Inflation waren noch zu frisch, in aller Gedächtnis. Um sich gegen weitere Verluste infolge Geltungsherabsetzung der nationalen Werteinheit zu schützen, beeilte sich ein großer Teil der Bevölkerung, Dollar zu kaufen. So läßt sich das plötzliche Abgleiten des Kurses auf 11 Złoty für den Dollar im Mai erklären. Die starke politische Spannung, die sich in jener Zeit in Polen bemerkbar machte und die in dem Maiumsturz gipfelte, wird die Vertrauenskrise im In- und Auslande noch verstärkt und so zu dem neuen Złotyverfall beigetragen haben.

Während der Periode des Złotysturzes weisen die Bewegungen der Zahlungsmittelmenge, der Warenpreise und der intervalutarischen Kurse Proportionen auf, die, ziffernmäßig betrachtet, eine ursächliche Beeinflussung der Preise und des intervalutarischen Kurses durch die Menge der Umlaufsmittel nicht glaubwürdig erscheinen lassen. Stieg doch während dieser Zeit der Gesamtumlauf um 22 %, die Preise dagegen um 46 % und der Dollarkurs sogar um 93 %. Daß durch diese Feststellung die prinzipielle Richtigkeit der Inflationstheorie grundsätzlich nicht beeinträchtigt wird, wurde bereits oben zu zeigen versucht (S. 10 f.). Für unseren konkreten Fall trifft dies insofern zu, als, nachdem einmal der intervalutarische Kurs der Beherrschung der Zentralbank entglitten war, er sich unter dem Einfluß einer Vertrauenskrise befand, die, indem sie eine weitere Entwertung der Geldeinheit in Polen und eine weitere Steigerung der Preise vorwegnahm, das Tempo des Złotyverfalls beschleunigte.

Drittes Kapitel.

Die Stabilisierung des Złoty.

Eine Sanierung der polnischen Währung war von zwei Voraussetzungen abhängig, nämlich, daß einerseits die Regierung die Kleingeldinflation stoppte, andererseits die Bank Polski ihre Kredite nicht in einem unangemessenen Tempo und Ausmaß erhöhte bzw. die indirekte

Einlösung weiteren staatlichen Kleingeldes ablehnte. Diese Forderungen einer gesunden Währungspolitik wurden seit dem Sommer 1926 erfüllt.

Die faktische Stabilisierung.

Mit der Einstellung der weiteren Ausgabe von staatlichem Kleingeld erfolgte die grundlegende Wendung in der verfehlten Währungspolitik Polens. Zu diesem Schritt wurde die Regierung vor allem durch die relativ günstige Entwicklung des polnischen Budgets bestimmt. Noch unter Grabski war im letzten Viertel des Jahres 1925 eine planmäßige Politik der Kürzung der Staatsausgaben begonnen worden, mit dem Erfolg, daß die tatsächlichen Ausgaben 884 Millionen Złoty gegenüber den vorgesehenen Ausgaben in Höhe von 2,1 Milliarden betrugen. Diese Reduktion fällt um so mehr ins Gewicht, wenn man die veränderte Geltung des Złoty infolge des Złotysturzes in Rechnung stellt. Nach dem Sturz des Kabinetts Grabski bemühte sich der neue Finanzminister Zdziechowski aufs eifrigste, die von Grabski begonnene Politik der Herabdrückung der Staatsausagben fortzusetzen. Gleich in seinem ersten Exposé wies Zdziechowski mit Nachdruck darauf hin, daß im polnischen Staatshaushalt eine verschwenderische Wirtschaft getrieben worden sei, und daß die Durchführung umfangreicher Ersparnisse in den Staatsausgaben als erste Voraussetzung einer Sanierung anzusehen sei[62]). Wenn man nicht in der Lage war, ohne inflatorisch wirkende Mittel das Budgetgleichgewicht herzustellen, so bestand die größte Wahrscheinlichkeit dafür, daß eine „Inflation" in größerem Umfange mit all ihren verderblichen Begleiterscheinungen die polnische Währung untergraben und die Stabilisation des Złoty unmöglich machen würde. In dem Gesetz vom 22. Dezember 1925, das die « Voies et moyens à employer pour obtenir l'équilibre budgétaire » enthielt, wurden die Bezüge der Staatsbeamten trotz der Preissteigerung zwischen 4,5 und 6 % verringert. Ebenso wurden auch die Pensionen und Invalidenrenten herabgesetzt. Die Gesamtsumme der präliminierten Ausgaben wurde für 1926 auf 1719,5 Millionen Złoty, die der Einnahmen auf 1517,7 festgesetzt. Das Defizit sollte durch eine Zusatzsteuer zu den öffentlichen Abgaben durch eine Erhöhung der Alkoholpreise und Eisenbahntarife gedeckt werden. Zur Würdigung der im Budget 1926 getroffenen Ersparnisse genügt ein Vergleich mit dem Budget von 1924, in dem die effektiven Einnahmen 1563,8, die Ausgaben 1560,1 Millionen betrugen bei einem durchschnittlichen Preisindex von 110 und einem Dollarkurs von 5,18, während am 30. September 1925 der Dollar auf 8,35 Złoty stand und der Index der Großhandelspreise in demselben Monat auf 154,7 stieg. Die folgende Tabelle illustriert den Rückgang des Budgetdefizits:

---

62) Vgl. Triebe, a. a. O. S. 62.

Jahr	Vierteljährlich	
1925	3.	75,9
	4.	93,3
1926	1.	40,3
	2.	31,1
		(in Millionen Papierzloty).

Die Bank Polski ihrerseits hatte seit Mai 1925 ihren Notenumlauf sichtlich vermindert. Von 567,2 Millionen am 30. April ging der Notenumlauf auf 439,1 am 31. August, auf 381,4 am 31. Dezember 1925, auf 352,6 am 30. April und auf 347,6 am 31. August 1926 zurück. Ihre Wechsel- und Lombardkredite hielten sich von Juli 1925 in den Grenzen von 335 und 350 Millionen Złoty. Unter Berücksichtigung der herabgeminderten Geltung des Złoty bedeutete diese annähernde Stabilität der Krediterteilung eine beträchtliche Restriktion. Die Folge war, daß der Goldkurs des Złoty im Verhältnis zum Dollar, der am 18. Mai 1926 auf seinen tiefsten Stand von 41 % des Goldwertes gesunken war, wieder stieg und seit dem 25. August 1926 nicht mehr unter den Kurs von 57 % des Goldwertes sank. Mit anderen Worten, die polnische Währung befand sich seit diesem Tage bis zur endgültigen Sanierung im Zustande praktischer Stabilisierung.

Das Vertrauen der einheimischen Bevölkerung zur Währung befestigte sich und drückte sich in einem starken Rückfluß von gehamsterten ausländischen Noten in die Banken aus. Nach einer Schätzung von Zbijewski[63]) befanden sich gegen Ende der Periode der Złotyschwankungen zirka 25 Millionen Dollar in den Händen der Bevölkerung.

Auch das Ausland, mit dem Polen im Austauschverhältnis stand, fand sich allmählich wieder bereit, kurzfristige Importkredite zu gewähren, die ihren Niederschlag in einer außerordentlichen Vermehrung der Devisenbestände der Bank Polski fanden. Der Devisenbestand (einschl. Gold), der am 31. Dezember 1925 seinen tiefsten Stand mit einem Betrage von 130,8 Millionen Goldzloty erreicht hatte, stieg ununterbrochen bis auf 144,3 am 30. Juni, 273,4 am 31. Dezember, 259,0 am 30. Juni und 413,0 Millionen am 10. Oktober 1925. Die im Laufe des Jahres 1927 stattgefundene Erhöhung des Notenumlaufes in Papierzloty — der Notenumlauf stieg von 584,8 am 31. Januar 1927 bis auf 1003,0 am 31. Dezember und der Devisenfonds in derselben Zeit von 296 auf 1409 Millionen Złoty — war ganz auf die Hereinnahme von Devisen zurückzuführen, d. h. die Bank Polski fun-

63) Zbijewski, a. a. O. S. 82.

gierte nur noch als Devisenkonversionskasse. Die gesamte Gold- und Devisendeckung des Notenumlaufes, in Goldzloty umgerechnet, belief sich auf 84,5 %. Der Umlauf an staatlichem Kleingeld war unter 400 Millionen zurückgegangen. Polen war also in der Lage, aus eigener Kraft die gesetzliche Stabilisierung zum Złotykurs von rund 58 % des Goldwertes durchzuführen.

Die gesetzliche Stabilisierung.

Im Laufe der fünf Vierteljahre, in denen der Złoty wieder stabil war, hatte die Gesundung der finanziellen und allgemein wirtschaftlichen Lage rasche Fortschritte gemacht. Der faktischen Stabilisierung, die Polen aus eigener Kraft durchgeführt hatte, hatte nun noch die gesetzliche zu folgen. Voraussetzung für die gesetzliche Stabilisierung war es jedoch, daß es gelang, eine Auslandsanleihe zu erhalten, die unbedingt die Stabilität des intervalutarischen Kurses, selbst im Falle ungünstiger Konjunktur, sicherte. Nur eine sehr bedeutende Verstärkung des Devisenfonds und der Auslandsguthaben konnte das durch die abermalige Geldentwertung stark erschütterte Vertrauen des Publikums wiederherstellen. Auch war die Erlangung einer Stabilisierungsanleihe im Augenblick das einzige Mittel, Polen Vertrauen im Auslande zu verschaffen. Neben dieser psychologischen Funktion der Stabilisierungsanleihe bildet den eigentlichen Zweck der Stabilisierungsanleihe die Ansammlung eines Gold- und Devisenfonds, der die Deckungsgrundlagen der Notenbank erweitert und damit ihre Kreditschopfungsmöglichkeiten vergrößert. Tendenziell betrachtet, gibt infolgedessen die Verwendung der Stabilisierungsanleihe wohl Anlaß zu Preissteigerungen, doch werden im weiteren Verlauf des einmal begonnenen Geschehens gegensätzliche Einflüsse die Preise aus der steigenden Richtung ablenken. Zwar wird die relative Höhe von Inlandspreisen zunächst Waren aus dem Ausland anziehen und eine stärkere Nachfrage nach fremden Valuten hervorrufen. Es könnte sogar diese gesteigerte Nachfrage die durch produktive Verwendung von Kaufkraftzuwachs erhöhte Gütererzeugung kompensieren. Aber der intervalutarische Kurs wird durch den Fonds an fremden Werteinheiten vor einem Abgleiten bewahrt, der durch die vorausgegangene Stabilisierungsanleihe zur Verfügung gestellt worden war. Die Entnahme von Devisen zur Bezahlung des ausländischen Warenimports bedeutet die Verwandlung auswärtigen Geldkapitals in die notwendige Zufuhr von Sachkapital[64]). Diese wirkt auf die tendenziell steigenden Inlandspreise ein, indem sie Warenmenge und Zahlungsmittel wieder in ein entsprechendes Verhältnis bringt. Denn die Zufuhr von Sachkapital vermehrt nicht nur den augenblicklichen Bestand an Waren, sondern seine

64) Vgl. Gutmann, Franz: Auslandskredite und Auslandsverschuldung, 1930, S. 28 f.

Verwendung zur Produktion ruft auch eine weitere Erzeugung von Gütern aller Art hervor. Die Preise im Inland werden um so eher zum Umschlag neigen, als ja bei Abgabe der verkauften Devisen Noten zurückfließen, wodurch die heimische Kreditbasis sich wieder verengt.

Die Auslandsanleihe.

Nach langen Verhandlungen erhielt Polen eine ausländische Anleihe in Höhe von 72 Millionen Dollar, die zu folgenden Zwecken Verwendung finden sollten:

50 000 000 zur Erhöhung des Aktienkapitals der B. P.,

40 000 000 für die Übernahme der Staatskassenscheine für die B. P.,

30 000 000 für die Umwandlung von Staatskassenscheinen in Silbermünzen,

25 000 000 für die Zurückziehung der Schulden des Finanzministeriums,

75 000 000 zur Schaffung einer Finanzreserve,

135 000 000 für wirtschaftliche Zwecke [65]).

Die Anleihe, deren Erlös der Regierung durch die B. P. in Złoty gutgebracht wurde, während der Devisenerlös selbst der B. P. zufloß, sollte vor allem zur Beseitigung des staatlichen Kleingeldes, d. h. also zur Beseitigung eines Geldschöpfungsverfahrens dienen, das sich im höchsten Grade als verhängnisvoll erwiesen hatte. Daneben sollte der Anleiheerlös zu einer dauernden Stärkung der Aktionskraft der Bank Polski durch Erhöhung des Aktienkapitals, ferner zur Stärkung des Budgets, um einstweilen die Ausschreibung weiterer Steuern zu vermeiden, schließlich zur Behebung der dringendsten Kapitalnot der Wirtschaft dienen. 135 Millionen Złoty sollten direkt zur Entwicklung der wirtschaftlichen Unternehmungen des Staates dienen. Indirekt mußte die Stärkung des Gold- und Devisenvorrats und die damit verbundene Möglichkeit erweiterter Kreditschöpfung der gesamten Wirtschaft des Landes zugute kommen.

Der Stabilisierungsplan, den die polnische Regierung und die Bank Polski in Zusammenarbeit mit dem amerikanischen Sachverständigen Professor Kemmerer ausgearbeitet hatte, enthielt in seinem ersten Teil "budgetary and fiscal measures". Es waren dies eine Reihe wirksamer, die Budgethöhe, den Budgetausgleich und die Einnahmequellen betreffenden Rahmenbestimmungen, die die Sicherung des Budgetausgleichs ohne Inanspruchnahme inflatorisch wirkender Quellen zum

65) Report of the Financial Adviser, 1927, S. 11/12.

Ziele hatten. Die Schaffung und Verstärkung einer Budgetreserve steht im Vordergrund dieses Teiles. 75 Millionen Złoty sollten aus dem Erlös der Stabilisierungsanleihe dazu verwendet werden, eine Finanzreserve zu schaffen. Es wurde bestimmt, daß dieser Budgetfonds nur in Fällen dringendster Notwendigkeit und nur mit Zustimmung des ausländischen Beraters angegriffen werden konnte.

Alle Einnahmequellen inflatorischen Charakters wurden durch die Bestimmungen des zweiten Teiles ("Monetary Stabilization") radikal verstopft. Die Regierung erklärte ausdrücklich, "that it has renounced the right to issue currency notes and that it will not hereafter issue such notes" [66]). Sie verzichtete auf jeglichen Einfluß auf die Bank Polski, durfte keine Vorschüsse von der Bank erhalten oder diese veranlassen, "to issue any notes against state debt except within the limits however authorized in the statutes of the Bank of Poland" [67]). Die Regierung mußte ferner dafür sorgen, daß die noch im Umlauf befindlichen Staatsnoten allmählich zurückgezogen wurden, "so that the notes of the Bank of Poland will constitute the sole paper currency in circulation" [68]). Eine Gefährdung der Währung von seiten des Staatsbudgets war demnach ziemlich unmöglich gemacht.

Von den Satzungsänderungen der Bank Polski, die den Stabilirungsplan enthielt, waren unter dem Gesichtspunkt der künftigen Stabilität der Werteinheit folgende Bestimmungen von Wichtigkeit:

Die Bank Polski wird ausdrücklich beauftragt, die Regelung des Geldumlaufs nur nach Gesichtspunkten wahrzunehmen, die die unbedingte Stabilität der Währung sichern. "The Bank of Poland is charged with, and henceforward will by all means in its power seek the permanent stability of the Zloty" [69]).

Die Einlösung der Banknoten auf der Basis des neuen Goldwertes kann nach Wahl der Bank Polski in Gold oder Golddevisen (bisher nur in Gold) erfolgen. Die Einlösung erfolgt allerdings nur bei Beträgen über 20 000 Złoty und nur seitens der Warschauer Zentrale der Bank Polski.

Die Kerndeckung der Sichtverpflichtungen (Notenumlauf — Giroguthaben) hat zu mindestens 40 % in Gold und Golddevisen zu bestehen; mindestens 30 % müssen aus effektivem Gold sein [70]).

Dem Abschluß der Auslandsanleihe folgte unmittelbar die offizielle Stabilisierung der Währung. Es war zunächst die Frage zu ent-

---

66) Report of the Financial Adviser, 1927, S. 20.
67) Report of the Financial Adviser, 1927, S. 22.
68) Report of the Financial Adviser, 1927, S. 23.
69) Report of the Financial Adviser, 1927, S. 23.
70) Report of the Financial Adviser, 1927, S. 24.

scheiden, ob man allmählich zu der alten Parität: ein Dollar = 5,18 Złoty zurückkehren sollte, oder ob der Złoty auf dem augenblicklichen Niveau, das er seit einem guten Jahr inne hatte, zu stabilisieren sei. Es wurden verschiedentlich Stimmen laut, die für den Plan eintraten, den Goldwert des Złoty zu seiner früheren Goldparität durch einen langsamen Deflationsprozeß zu heben. Die Kommission der amerikanischen Sachverständigen unter Kemmerers Vorsitz war jedoch der Ansicht, "that any such policy would be exceedingly unwise for Poland to accept" [71]). Diese Auffassung war m. E. wohl berechtigt. Denn eine Revalorisation ist gewöhnlich von einer wirtschaftlichen Krise begleitet, da die Vergrößerung des Goldinhalts der Werteinheit sich in einem sinkenden Preisniveau ausdrückt, das die Geschäftstätigkeit lähmt und Produktionsstockungen und Arbeitslosigkeit hervorruft. Auch auf den Ausfuhrhandel würde eine langsame Deflation ungünstig einwirken. Während einer Deflationsperiode fallen die Preise im Inlande gewöhnlich langsamer, als die ausländischen Kurse in heimischen Werteinheiten ausgedrückt. Dadurch würde der Ausfuhrhandel lähmend beeinflußt.

In Anbetracht dieser Überlegungen kann man nur Kemmerers Schlußfolgerung zustimmen, wenn er sagt: "That the depreciation in the gold value of the zloty far below the legal parity has been so long continued and that price increases have gone so far in direction of an adjustment to the level of a Zloty with the gold value equivalent to that of the present paper zloty that it would be economically unwise to bring the zloty back to par of the gold franc by a process of deflation."

Die Stabilisierung der Währung geschah deshalb in Form der legalen Devalvation, d. h. der gesetzlichen Anerkennung des gegenwärtigen Goldkurses des Złoty. Während die Werteinheit selbst die alte Bezeichnung „Złoty" beibehielt, wurde das Gewichtsquantum Gold der Geldeinheit entsprechend der Höhe des Disagios, das die polnische Währung im Vergleich zur ausländischen erlitten hatte, herabgesetzt. Der gesetzliche Stabilisierungskurs betrug 58,139 % der alten Währungsparität oder anders ausgedrückt: auf 1 kg Feingold entfielen nicht mehr wie bisher 34 444,47 Złoty, sondern 5924,44 Złoty, d. h. ein Goldzłoty enthält statt 0,29 032 g 0,16 879 g Feingold.

Die Devalvation.

Die Devalvation machte nicht nur eine Herabsetzung des Gewichtsquantums Gold der Werteinheit, sondern auch eine neue Stückelung der Münzen notwendig, da der Verkehr infolge des höheren Preis-

---

71) Report of the Financial Adviser, 1927, S. 5.

niveaus Münzen mit dem Mehrfachen des bisherigen Nennwertes benötigte und die weitere Ausprägung von kleineren Münzen mit dem bisherigen Nennwert, aber einer geringeren Geltung praktisch untunlich war. Zwar wurde der Złoty als Werteinheit beibehalten; diese wurde aber nicht mehr wie bis dahin in einer Silbermünze im Nennwerte von 1 Złoty verkörpert, deren Gewicht 5 g Silber $^{75}/_{100}$ fein war, sondern nunmehr durch eine Nickelmünze zu 1 Złoty, während Silbermünzen nur noch zu 2 und 5 Złoty ausgeprägt wurden. Ferner kamen die Goldmünzen zu 10 und 20 Złoty in Wegfall, denn der Umlauf sollte von Goldmünzen frei gehalten werden.

ZWEITER TEIL.

Untersuchung der Vorgänge auf dem Gebiet der polnischen Währungspolitik nach theoretischen Gesichtspunkten.

Eine Untersuchung der oben dargelegten tatsächlichen Vorgänge auf dem Gebiete der polnischen Währungspolitik zwischen 1924 und der Złotystabilisierung nach theoretischen Gesichtspunkten läßt erkennen, daß hier Fehler begangen wurden, die nach den währungspolitischen Erfahrungen und nach den Ergebnissen der geldtheoretischen Forschung hätten vermieden werden können. Das Ergebnis dieser Untersuchung soll unsere Ansicht rechtfertigen, die, wie in dem praktischen Teil bereits zu zeigen versucht wurde, den neuen polnischen Währungsverfall in erster Linie monetären Faktoren zuschreiben und die sich nachdrücklich gegen die Auffassung wendet, die den Złotysturz auf ungünstige wirtschaftliche Konjunkturen zurückführt.

Viertes Kapitel.

Kritische Betrachtung der Währungsreform von 1924.

Angesichts der ungünstigen Entwicklung der im April 1924 eingeführten neuen polnischen Währung wurden Stimmen laut, die schon in der Währungsgesetzgebung vom April 1924 Gefahrenquellen verschiedener Art für die Złotywährung erblickten.

Das Stabilisierungsniveau.

Kritiker der polnischen Währungsreform beanstanden schon die Wahl des Stabilisierungsniveaus [72]). Es ist behauptet worden, daß der Stabilisierungskurs 1 Dollar = 9 350 000 Polenmark nicht dem Status der inneren Kaufkraft der Polenmark entsprach und daß auf einem Kurs der Dollardevise stabilisiert wurde, in dem ein höherer Grad der Geldentwertung zum Ausdruck kam.

72) Vgl. z. B. Zbijewski, a. a. O. S. 11 ff.

Gewiß ist die Frage des richtigen Stabilisierungsniveaus eine Hauptfrage für das Gelingen der Währungsreform. Wird die Stabilisierung auf einem Niveau durchgeführt, das beträchtlich niedriger ist als der Marktwert der einheimischen Währung, so besteht die Gefahr, daß „eine neue Inflation sich als notwendig herausstellt, um eine Erhöhung des Geldwertes hintanzuhalten ..."[73]).

Eine bedeutende Ausdehnung des Geldumlaufs und eine Preissteigerung würden notwendig sein, um das inländische Preisniveau und die Wechselkurse mit denen der konkurrierenden Länder ins Gleichgewicht zu bringen. Das Kennzeichen für eine Stabilisierung auf zu niedrigem Niveau hätte auch in Polen ein Steigen der Preise sein müssen.

Die Polenmark, die am 8. Januar 1924 den niedrigsten Kurs 1 Dollar = 10 250 000 Polenmark erreicht hatte, stand schon vom 8. Februar an auf 9 350 000 pro Dollar. In dem Augenblick, in dem der Dollar auf Grund staatlicher Intervention zu sinken begann, fing das Publikum an, beträchtliche Summen von ausländischen Zahlungsmitteln auf den Markt zu werfen, die es während der Inflationszeit akumuliert hatte. So kam es, daß der Kurs der Polenmark bis zum 8. Februar 1924 fast um 10 % stieg. Zwei Monate später wurde auf diesem Kurs: 9 350 000 pro Dollar stabilisiert. Die Tatsache, daß das allgemeine Preisniveau in den Monaten nach der Stabilisierung, d. h. von Februar bis Juni, nicht stieg, viel eher sogar eine sinkende Tendenz aufwies, spricht dafür, daß der Stabilisierungskurs richtig gewählt war. Demnach trifft die Auffassung nicht zu, die die Wahl des Stabilisierungskurses als einen Fehler bezeichnet, der auf die Entwicklung der polnischen Währung ungünstig eingewirkt hätte.

Die 30prozentige Deckungsbestimmung.

Auch die Bestimmung der Währungsgesetzgebung, die eine nur 30prozentige Mindestdeckung der umlaufenden Noten in Gold und Devisen vorsah, bedeutete keine Gefahr für den Zloty. Kemmerer ist der Ansicht, daß die 30prozentige Mindestgoldreserve für ein Land wie Polen zu niedrig angesetzt war, vor allem, wenn man die Hauptfunktion der Goldreserve darin sähe, als „regulator fund" zu dienen, der das Angebot an Umlaufsmitteln der wechselnden Nachfrage der Wirtschaft anpasse, sie entsprechend verringere oder vergrößere.

Wenn z. B. das Angebot von Zahlungsmitteln in einem Land im Verhältnis zur Nachfrage zu groß wird im Vergleich zu dem Angebot in andern Ländern, so muß die Zentralbank in der Lage sein, so lange Golddevisen gegen ihre Banknoten und sonstige Verpflichtungen auszugeben, bis das Land von seinem relativen Überschuß an Zahlungs-

[73]) Vgl. Spitzmüller, in den Verh. des Ver. f. Sozialpol., Jg. 1924, S. 311.

mitteln befreit und der Wechselkurs unter den Goldexportpunkt gezwungen ist. Außerdem hat der Reservefonds eine Vertrauensfunktion zu erfüllen. Ein starker Reservefonds würde sowohl das Vertrauen des Publikums in die Banknote als auch das Ansehen der Währung im Ausland gewährleisten. In Anbetracht dieser Funktionen der Reserve müßte nach Kemmerers Ansicht gerade in Polen der Prozentsatz der Goldreserve, der in verschiedenen Ländern je nach ihrer Struktur und nach dem Grad ihrer wirtschaftlichen Entwicklung ganz verschieden hoch sein könne, besonders hoch sein; denn Polen sei ein Agrarland und der Unterschied in der Nachfrage nach Umlaufsmitteln sei zwischen den Jahren guter Ernte und hohen Weltpreisen und Jahren schlechter Ernte und niedrigen Weltpreisen sehr groß. Also brauche die Bank eine Reserve, die ohne Anstrengung die Absorption der überschüssig gewordenen Noten durchführen kann.

Da außerdem Polens Kredit im Ausland infolge der Unbeständigkeit seiner wirtschaftlichen und politischen Zustände sehr gering sei, würde, meint Kemmerer, eine gesetzliche Reserve von 40 % den tatsächlichen Verhältnissen besser entsprechen, als die in der Währungsreform von 1924 vorgesehenen 30 %.

Für die Entwicklung der polnischen Währungsverhältnisse nach der Stabilisierung der Polenmark wäre es jedoch m. E. ziemlich gleichgültig gewesen, ob die gesetzliche Reserve in dem sog. „ersten Złotygesetz" auf 30 oder auf 40 % festgelegt wurde. Aus der Kritik Kemmerers spricht die Auffassung des Currencytheoretikers, der ein Bankgesetz so eingerichtet wissen will, daß es auch beim Versagen der Bankleitung richtig funktioniert. Der Goldvorrat einer Zentralbank muß im Sinne dieser Theorie so groß sein, daß der Goldabfluß, der durch die zur Einlösung eingereichten Banknoten hervorgerufen wird, die Geldmenge des Landes auf ein Maß beschränken kann, das jede Senkung des „Geldwertes" infolge eines relativ überhöhten Zahlungsmittelumlaufs ausschließt.

Steht man jedoch auf dem Standpunkt Ricardos und glaubt, daß die Kontraktion des Geldumlaufs nur vorübergehend durch Goldabfluß, grundsätzlich aber durch bewußte Kreditrestriktionspolitik einer vorausschauenden Notenbankleitung geschehen soll und im allgemeinen auch geschieht, so ist die Gesamtheit der Deckungs-Notenbegrenzungs- und Einlösungsvorschriften ein „geldtheoretischer Anachronismus"[74]), wie er in eine moderne Bankgesetzgebung nicht hineingehört. Selbstverständlich soll damit, daß hier die Deckungsvorschriften im allgemeinen abgelehnt werden, nicht gesagt sein, daß eine Zentralbank keinen Gold- oder Devisenfonds braucht. Es ist ja oben dargelegt worden, daß der Złotysturz im Endeffekt infolge des ungenügenden

74) Hahn, Geld und Kredit, S. 36.

Devisenvorrats der Bank Polski eintrat. Ein Gold- oder Devisenfonds ist vor allen Dingen dazu erforderlich, um die Schwankungen der Zahlungsbilanz auszugleichen, also um, darin stimmen wir mit Kemmerer vollkommen überein, Regulierungsfonds zu sein. Gewiß wäre es wünschenswert gewesen, wenn der Bank Polski ein größerer Deckungsfonds im Laufe des Jahres 1925 zur Verfügung gestanden hätte. Es ist aber nicht anzunehmen, daß dies der Fall gewesen wäre, selbst wenn die gesetzlich festgelegte Mindestreserve 40 % statt nur 30 % beträgt. Das ganze Jahr 1924 hindurch hatte die Bank Polski einen Devisenfonds, der weit über 30 und auch 40 % lag. Hätte die Bank nur rechtzeitig auf Grund der Konjunkturlage schon im Jahre 1924 ihren Notenumlauf durch Kreditrestriktionen und Diskonterhöhungen kontrahiert, so wäre es nicht zu dem Devisenabfluß gekommen, der dann im Juli 1925 zu einer fast völligen Erschöpfung des Devisenfonds führte.

Die 30prozentige Deckungsbestimmung kann demnach nicht als eine Schwäche der Währungsreform angesehen werden. Eine Schwäche der Deckungsvorschriften liegt eher darin, daß sich die Deckungsverpflichtung nicht auch auf Giroguthaben erstreckte. Denn es ist ganz klar, daß unter dem Gesichtspunkt der Liquidität der Bankpassiven zwischen den Noten der Bank und ihren sonstigen Sichtverpflichtungen kein großer Unterschied besteht, da letztere jederzeit in Noten umgetauscht werden können. Daß einer Vermehrung der Girokredite dieselbe Wirkung auf das Preisniveau zukommt wie der Notenvermehrung, hat die polnische Erfahrung in den Jahren 1924 und 1925 deutlich gezeigt.

Das Stabilisierungsniveau konnte also ebensowenig wie die 30prozentige Deckungsvorschrift oder die als zu niedrig kritisierte Höhe der Notensteuern der neuen Währung gefährlich werden.

Zwei Bestimmungen waren jedoch in der Währungsreform vom April 1924 enthalten, die, wenn sie auch nicht absolut einer Inflation den Weg weisen mußten, dennoch die Voraussetzungen zu einer abermaligen Währungszerrüttung durch Inflation boten. Es war dies einmal die mangelnde gesetzliche Einlösungspflicht der Noten in Gold oder Devisen für Auslandszwecke, und zweitens die Möglichkeit der budgetären Notenemission.

Die Suspendierung der Einlösungspflicht.

Das Bankgesetz hatte zwar, wie oben erwähnt, die Einlösung der Noten in Goldmünzen vorgesehen, doch war diese Einlösung bis auf weiteres suspendiert worden. Diese Suspendierung war auch vom währungstheoretischen Standpunkt aus nur zu billigen. Der inländische Zahlungsverkehr soll sogar immer entgoldet sein, denn einmal ist es Luxus, Zahlungsmittel aus Gold herzustellen, wenn papierene Zahlungsmittel denselben Dienst leisten, ferner kann eine Einlösung von Noten

in Goldmünzen praktisch nicht durchgeführt werden, wenn sie einmal in großem Umfang gefordert werden sollte; denn "at no time can there be in a bank so much specie or bullion as the monied individuals of the country have a right to demand..."[75]). Dagegen ist die Noteneinlösung, die nur intervalutarischen Rücksichten dienen soll, die einzige Garantie für eine richtige Währungspolitik der Bank. Die Noteneinlösung muß zu dem Zweck dann in Formen geschehen, die andere als intervalutarische Interessen nicht zulassen, d. h. also entweder Einlösung der Noten in Barren oder Devisen oder in Gold zu einem Mindestbetrag, der hoch genug ist, daß praktisch eine Einlösung für Inlandszwecke nicht in Frage kommt.

Die Währungsgesetzgebung von 1924 enthielt keine Bestimmung, die die Bank Polski verpflichtet hätte, sei es Bargold, sei es Dollardevisen zum festen Kurse abzugeben. Hätte eine solche Bestimmung bestanden, dann hätte die falsche Notenpolitik der Bank Polski die Währung höchstens vorübergehend beeinflussen können. Denn nahm infolge eines durch zu große Kreditexpansion erhöhten Inlandspreisniveaus der Import zu und der Export ab, so wäre, wenn eine Einlösungsverpflichtung bestanden hätte, auch die verstärkte Nachfrage nach Devisen ohne Restriktion erfüllt worden. Ein Steigen der Devisen über den Goldpunkt wäre verhindert und der Umlauf an Zahlungsmitteln im Inland verringert worden, da die Bank die für die Gold- bzw. Dollardevisen eingezahlten Noten vom Umlauf hätte abschließen müssen. Die Kontraktion der Zahlungsmittel im Inland hätte die Preise wieder sinken lassen, die Einfuhr wäre gestoppt, die Ausfuhr gefördert worden. So wäre durch diesen Mechanismus die anfangs zu unvorsichtige Notenpolitik der Bank Polski beizeiten korrigiert worden.

Angesichts der Tatsache, daß die Bank Polski zunächst von sich aus Dollardevisen zum festen Kurs von 1 Dollar = 5.18 Złoty abgab, könnte man mit Recht einwenden, daß die Praxis der Verwaltung genüge, um die Bank zu richtiger Geldschöpfungspolitik anzuhalten, daß es eines Gesetzes dazu nicht bedürfe. Dennoch ist m. E. das Fehlen eines solchen Gesetzes als Schwäche der Währungsreform von 1924 zu bezeichnen. Hätte nämlich ein derartiges Gesetz bestanden, dann wäre die Bank Polski angesichts des seit August 1924 einsetzenden Rückgangs ihres Devisenfonds wahrscheinlich eher, d. h. schon Ende der zweiten Hälfte des Jahres 1924 darangegangen, durch Herausziehen ihrer Noten aus der Volkswirtschaft das inländische Preisniveau zu ermäßigen.

Vor allem darf auch die psychologische Wirkung der gesetzlichen Einlösungspflicht nicht unterschätzt werden, die sich nur zugunsten

---

75) "The only legitimate security which the public can possess against the indiscretion of the bank is to oblige them to pay their notes on demand in specie ..." Ricardo, High Price of Bullion in a. a. O. S. 200.

Polens hätte auswirken können, da das Ausland, wie es in der Verweigerung einer Stabilisierungsanleihe im Frühjahr 1924 zum Ausdruck kam, der ganzen polnischen Währungsreform skeptisch gegenüberstand.

Die Möglichkeit der budgetären Notenemission.

Die zweite Gefahr, die die polnische Währungsreform von 1924 enthielt, bestand darin, daß sich der Staat nicht des Rechtes begeben hatte, eigene Noten zu drucken. Die Möglichkeit der bugetären Notenemission ist immer eine Gefahr für die Wahrung des notwendigen Zusammenhanges der Zahlungsmittelversorgung mit der Kaufkraft des Geldes. "As experience has abundantly proved increasing the note issue is an all too simple method of temporarily filling in the gap, if the power to do so rests with the government"[76]). Hat die Regierung selbst das Recht, Noten zu emittieren, so droht beständig die Gefahr, daß politische Erwägungen und Geldnöte des Finanzministeriums eher als Grundsätze einer gesunden Währungspolitik die Größe der Notenausgabe bestimmen. Die Zentralbank kann ihre Aufgabe, die Stabilität der Werteinheit aufrechtzuerhalten, unmöglich erfüllen, wenn ihre Politik durch Handlungen der Regierung durchkreuzt wird.

Auch das Währungssystem als solches erhält durch die Beanspruchung geldschöpferischer Deckungsverfahren seitens des Staates einen Aufbau, der der Geschlossenheit entbehrt: Wenn auch die Menge der durch staatliche Emission in den Verkehr gelangenden Zahlungsmittel zunächst begrenzt und die Eigenschaft, gesetzliches Zahlungsmittel zu sein, durch Festsetzung der kritischen Höhe beschränkt worden war, so lag es doch jederzeit in der Macht des Staates, die Definitiveigenschaft des staatlichen Kleingeldes auf höhere Beträge auszudehnen. So war denn auch im Jahre 1925 die Definitiveigenschaft des staatlichen Kleingeldes praktisch unbegrenzt. Zu dieser Definitiveigenschaft brauchte nur noch die Bereithaltung für apozentrische Zahlungen zu treten, um das Kleingeld zur valutarischen Geldart zu machen. Es ist ohne weiteres klar, daß eine valutarische Geldart, deren Erzeugung und Vermehrung an keinerlei Deckungsreserven gebunden ist, sondern nur von dem Geldbedarf des Staates abhängt, die Aufrechterhaltung der Währung bedrohen muß.

Da die Stabilhaltung der Währung stets in engem Zusammenhang mit der Gestaltung des staatlichen Haushalts steht, hätte gerade in Polen eine Bestimmung, die die budgetäre Notenemission legalisierte, höchste Bedenken erregen müssen. Denn wenn der Staatshaushalt auch Ende 1923 ausgeglichen war, so fehlten doch jegliche Reserven; außerdem waren, wie oben erwähnt, ordentliche Ausgaben zu beträchtlichem

76) C. A. Kisch and W. A. Elkin: Central Banks, London 1928, S. 5.

Teil durch außerordentliche Einnahmen gedeckt. Es muß also unbedingt als große Schwäche der Währungsreform bezeichnet werden, daß in Anbetracht des noch lange nicht ausgeglichenen Budgets der Staat nicht auf das Recht verzichtet hatte, direkt auf die Geldschöpfung einzuwirken.

Die Währungsreform war übereilt.

Angesichts der gesetzlichen Ermächtigung zu budgetärer Notenemission, die von vornherein eine ernste Gefahr für die neue Währung bedeutete, erhebt sich die berechtigte Frage, welcher Wert unter dem Gesichtspunkt der Stabilität des Zloty den Bestimmungen zukam, die das polnische Währungssystem durch die Währungsreform von 1924 änderten. Ein Vergleich der Währungsverhältnisse kurz vor und nach der Währungsreform wird erkennen lassen, daß die Währungsreform verfrüht und eigentlich ohne zwingenden Grund in Angriff genommen wurde. Denn solange die Krankheitsursachen der alten Währung noch vorhanden waren, konnte sich die neue Währung nicht gesundhalten, andererseits hätte die alte Währung nicht beseitigt zu werden brauchen, wenn ihre Krankheitsgründe fortgefallen wären[77]).

Welches waren also die wesentlichen Unterschiede zwischen dem alten und neuen System, die die Einführung der neuen Währung hätten rechtfertigen können? Ein Unterschied bestand rein äußerlich darin, daß in dem neuen System das Emissionsrecht Privileg einer privaten Bank und nicht einer Staatsbank wie bei der P.K.K.P. war. Jedoch kommt diesem Unterschied bei einer Notenbank nicht mehr als formale Bedeutung zu. Der Einfluß des Staates wird unter keinen Umständen ausgeschaltet werden können. Wenn es dem Staat vielleicht auch weniger leicht fällt, bei einer „privaten" Bank für seine Zwecke zu borgen, als das bei einer Staatsbank der Fall ist, so besteht dennoch die Möglichkeit dazu. Demnach hat die Tatsache, daß das Notenausgaberecht einer privaten Bank, der Bank Polski, verliehen wurde, unter dem Gesichtspunkt der Stabilhaltung der Währung keine Bedeutung.

Ein zweiter Unterschied zwischen dem alten und dem neuen System lag in der Vorschrift, die die Bank Polski dazu anhielt, einen Gold- und Devisenvorrat von mindestens 30 % ihres Notenumlaufs zu halten. Die P.K.K.P. kannte keine derartige Bestimmung; jedoch hielt sie, wie ihre Ausweise zeigen[78]), stets einen beträchtlichen Gold- und Devisenvorrat. Zieht man in Betracht, daß die Reserve der Bank Polski nicht nur den augenblicklichen Inhabern von Banknoten, sondern auch denen von Kleingeldnoten und Giroguthaben dienen mußte, so wird

---

77) Vgl. Mincer, a. a. O. S. 77/78.
78) Vgl. Darstellung der Bilanzen der P.K.K.P. von 1918 bis 1923 in Szeps, a. a. O. S. 120.

offenbar, daß das Deckungsverhältnis zwischen der im Umlauf befindlichen Geldmenge und der Gold- und Devisenreserve keineswegs so genau beachtet wurde, wie die Statuten der Bank Polski es zu verlangen scheinen. Der Unterschied zwischen den beiden Systemen ist also auch in diesem Punkt mehr äußerlich als wirklich.

Ein dritter Unterschied bestand in der Einführung einer neuen Werteinheit und in der gesetzlichen Festsetzung ihrer geltungsmäßigen Beziehung zum Dollar bzw. zum Golde. Gesetzliches Zahlungsmittel und valutarische Geldart des neuen Systems wurde dennoch die uneinlösbare Banknote. In Wirklichkeit war durch die Reform von 1924 nur an Stelle des Papiergeldes genannt „Polenmark" Papiergeld mit der Bezeichnung „Złoty" eingeführt worden. Das Aufrechterhalten der stabilen Beziehung zwischen dem Złoty und dem Goldpreis hing allein von der Tatsache ab, daß der Złoty wirklich zum festen Satz gegen Devisen ausgetauscht wurde. Konnte der Złoty nicht mehr zu seiner Goldparität gegen Devisen eingetauscht werden, so mußte er sinken, trotz der Einrichtung seiner gesetzlichen Beziehung zum Gold. Im folgenden Abschnitt soll nun noch das Währungssystem, wie es kurz vor Einführung des Złoty bestand, mit dem Złotysystem auf die gesetzlichen Möglichkeiten einer Inflation verglichen werden.

Wie oben gesagt, vergrößerte sich seit dem 2. Februar 1924 bis zum 24. April desselben Jahres (d. h. bis zur Einführung des Złoty) die Staatsschuld bei der P.K.K.P. nicht. Das Gesetz vom 2. Februar 1924 nahm dem Staat das Recht, von der Emissionsbank Kredite für die Deckung des Budgets zu beziehen. Deshalb existierten im Augenblick der Eröffnung der Bank Polski nicht mehr die Möglichkeiten, die auf Grund bestehender Gesetze einer Inflation die Wege geebnet hätten. Die Inflation hatte mit dem 1. Februar 1924 aufgehört.

Die gesetzlichen Bestimmungen des neuen Systems jedoch ermächtigten die Regierung in doppelter Gestalt Inflation zu treiben: einmal durch Ausgabe von Kleingeld seitens des Staates, ferner in Form eines zinslosen 50-Millionen-Kredits, den die Bank Polski als Gegenleistung für das Notenprivileg dem Staate gewähren mußte.

Die Bedeutung dieses Kredits für die inflatorische Vermehrung des Zahlungsmittelumlaufs geht daraus hervor, daß die Bank Polski zu einer Zeit, in der sie sich durch Kreditrestriktionen der Privatwirtschaft gegenüber den Zahlungsmittelumlauf einzuschränken bemühte, vom Staat infolge seiner ständig steigenden Fehlbeträge zu einer Kreditgewährung für seine Zwecke veranlaßt wurde, die innerhalb von drei Monaten (31. März bis 30. Juni 1926) den Zahlungsmittelumlauf um 49,5 Millionen erhöhte.

Es scheint also, daß unter dem Gesichtspunkt der Inflationsmöglichkeiten die durch das neue System geschaffene Lage gefährlicher war als

vor seiner Einführung, als die P.K.K.P. allein das Recht hatte, Papiergeld zu emittieren und gesetzlich daran gehindert war, dem Staat Kredite in jeder Form und jeder Höhe zu gewähren. Wir kommen demnach zu dem Schluß, daß weder die Gründung der Bank Polski noch die Einführung des Złoty irgend etwas dazu beigetragen haben, die Währung vor einer eventuellen Entwertung zu bewahren.

Auf die Frage, welchen Sinn denn die Währungsreform hatte, sind von den für die Einführung der Reform verantwortlichen Kreisen verschiedene Antworten gegeben worden, auf die hier jedoch nicht eingegangen werden kann [79]). Ihnen allen liegt der durchaus „laienhafte" Gedanke zugrunde, als ob „durch Übergang zu einer neuen Währung das ganze Währungselend aus der Welt geschafft werden könnte . ." [80]).

Die Änderungen des Währungssystems hätten einer definitiven Sanierung der öffentlichen Finanzen folgen und nicht vorausgehen sollen. Im Augenblick der Eröffnung der Bank Polski war ja aber die Finanzreform keineswegs beendet, wenn auch im Augenblick ein äußeres Gleichgewicht hergestellt worden war. 27 % der Einnahmen, die ordentliche Ausgaben zu decken hatten, rührten nämlich von außerordentlichen Einnahmen her. Die Schaffung der Bank Polski und die Einführung des Złoty waren also angesichts der inneren Unausgeglichenheit des Haushalts verfrüht und drohten die Inflation, zu der das neue System gesetzliche Handhaben bot, zu provozieren.

Die Währungs- und Bankgesetzgebung vom April 1924 enthielt also gerade unter dem Gesichtspunkt der Stabilerhaltung der Währung Gefahrenquellen, die Möglichkeiten zu schlechter Währungspolitik boten. Nun läßt aber jedes Bankgesetz soviel Spielraum, daß auch innerhalb seiner Bestimmungen gute oder schlechte Währungspolitik getrieben werden kann. Nahm die Währungspolitik der Bank Polski den oben geschilderten Verlauf, so war das zum großen Teil auf ein Verschulden der Bankleitung zurückzuführen. Wenn selbstverständlich auch Bestimmungen wie die Ermächtigung zu budgetärer Notenemission und der Zwang zu übermäßiger Kreditgewährung an den Staat die Währungspolitik der Bank Polski in allerhöchstem Grade erschweren mußte, so liegt es dennoch in der Hand der Bankleitung, eine Haltung einzunehmen, die die Währung vor einem Verfall schützt. So sind m. E. die für die Währungspolitik der Bank Polski maßgebenden Leiter für die unvorsichtige Kreditpolitik der Bank Polski im Jahre 1924 und späterhin für ihre schwache Haltung gegenüber der Inflationspolitik des Staates verantwortlich zu machen.

---

79) Vgl. Mincer, a. a. O. S. 70—78.
80) Vgl. Hahn, a. a. O. S. 63.

Fünftes Kapitel.

Inflation und nicht die Gestaltung der Forderungsbilanz die Ursache des neuen Währungsverfalls.

Die Erklärungen, die nach dem Złotysturz für den Währungsverfall gegeben wurden, beruhen auf der irrigen Auffassung, daß ein Land mit passiver Zahlungsbilanz auf geordnete Währungsverhältnisse verzichten müsse. Eine Untersuchung der zahlungsbilanztheoretisch fundierten Ursachenerklärung des polnischen Währungsverfalls im Juni 1925 wird die innere Haltlosigkeit dieser Argumentation beweisen, nach der im letzten Glied der Złotysturz auf eine Inflation des Geldumlaufs, d. h. auf eine ungenügende Regulierung der Geldquantität zurückzuführen war.

Widerlegung der zahlungsbilanztheoretischen Ursachenerklärung des Währungsverfalls.

Eine sehr verbreitete Meinung, die vor allen Dingen von den für die Währung verantwortlichen Kreisen unterstützt wurde, schrieb den Złotysturz dem passiven Stand der Handelsbilanz zu. Die Gründe für die stark passive Handelsbilanz waren nach Ansicht Młynarskys einmal die Mißernte von 1924, die das Land veranlaßte, Agrarprodukte einzuführen, die es sonst ausführte; ferner die Baisse der Zucker- und Kohlenpreise [81]) auf den Märkten Europas, die die Einnahmen senkte, die man sonst aus der Ausfuhr dieser Artikel erzielte, endlich die ungenügenden ausländischen Kredite, die in keinem Verhältnis zum Einfuhrüberschuß standen [82]).

Mißernte von 1924 und der Rückgang der Kohlen- und Zuckerpreise auf dem Weltmarkt.

Es ist ganz offensichtlich, daß die schlechte Ernte von 1924 den Realertrag der polnischen Volkswirtschaft verringerte. Die Preisbaisse von Zucker und Kohle verminderte zwar nicht den Realertrag der polnischen Volkswirtschaft, schwächte jedoch ebenso wie die schlechte Ernte die Kaufkraft der polnischen Bevölkerung, dargestellt in Menge und Wert der Güter, die diese aus ihrem Sozialprodukt dem Ausland anbieten konnte.

Infolge dieser ungünstigen Konjunktur hätte die Bevölkerung ihren Bedarf einschränken müssen. Hätte sich der polnische Außenhandel in einem System abgespielt, in dem das Handeln der Einzelwirtschaften, durch deren Vermittlung sich der Import vollzieht, nicht durch die Wirkungen monetärer Zusammenhänge beeinflußt wird, dann wäre

81) Młynarski, Felix, The international significance of the depreciation of the Zloty in 1925, Warshaw 1926, S. 86.

82) Vgl. Młynarski, a. a O. S. 56 f.

Polen, das 1924 bis 1925 genötigt worden war, eine beträchtliche Menge von Getreideprodukten einzuführen, gezwungen gewesen, die Einfuhr anderer nicht so lebensnotwendiger Produkte zu verringern. Die Reduktion der Einfuhr hätte sich angesichts der Baisse der Zucker- und Kohlenpreise noch verschärfen müssen, da sie die Austauschkraft dieser Produkte minderte.

Ein Rückgang importierter Waren fand nicht statt. Im Gegenteil, die Einfuhr von Maschinen, Textilwaren, Luxusartikeln wuchs bis Mitte 1925 recht beträchtlich an[83]). Während die Gesamteinfuhr von Getreideprodukten im ersten Halbjahr 1925 gegenüber dem ersten Halbjahr 1924 eine Vermehrung von 166,7 Millionen Złoty aufwies, betrug die Verstärkung der Einfuhr von Maschinen, Textilwaren usw. 168,3 Millionen Złoty[84]). Eine derartige Verstärkung der Einfuhr im Augenblick der Schwächung der Austauschfähigkeit Polens hätte sich durch Kredite erklären lassen, die das Ausland der Regierung oder den einzelnen Unternehmungen gewährte. Weder das eine noch das andere war in nennenswertem Maße der Fall. Die einzige bedeutendere Anleihe, die Polen in dieser Zeit erhielt, war die von Dillon, Read and Comp. an die Regierung. Während der Betrag der ersten Tranche der Anleihe, die im März 1925 ausgeschüttet wurde, 123,9 Millionen Złoty betrug, belief sich das Defizit der Handelsbilanz für die Zeit Januar bis Juli auf 417,9 Millionen Złoty, d. h. es übertraf das Defizit in derselben Periode im Jahre 1924 um 363,3 Millionen. Der Betrag an ausländischen Krediten, der polnischen Banken und Unternehmungen gewährt wurde, ist schwer festzustellen. Auf jeden Fall überschritt aber die Steigerung der Einfuhr in der ersten Hälfte des Jahres 1925 die Grenzen, die durch Auslandskredite gerechtfertigt gewesen wären; denn sonst hätte die Reserve der Bank Polski, durch den Zufluß an Devisen gestärkt, dem Bedarf des Handels nachkommen und den Złotysturz zum mindesten hinausschieben können.

Mangel an Auslandskrediten.

Es besteht gewiß kein Zweifel, daß ein Zufluß von ausländischem Kapital das Mißverhältnis zwischen den Reservedevisen der Bank Polski und dem Defizit der Handelsbilanz hätte ausgleichen lassen. Den Vorräten an fremden Werteinheiten, die durch eine Anleihe bereitgestellt gewesen wären, hätten zur Bezahlung des Imports Devisen entnommen werden können, und der intervalutarische Kurs wäre so in Schranken gehalten worden. Trotzdem ist es aber nicht richtig, wenn Młynarski aus dem tatsächlich bestehenden Mangel an ausländischen Krediten folgert, daß "on account of a lack of such inflow the zloty sooner or later was bound to decline"[85]). Der Mangel an Auslandskapital,

83) Vgl. Rocznik Statystyki, 1927, S. 234.
84) Mincer, a. a. O. S. 125.
85) Młynarski, a. a. O. S. 57.

das Polen die notwendig gebrauchten langfristigen Kredite gewährt hätte, war gewiß ein empfindlicher Schlag für die polnische Wirtschaft. Diesen Mangel jedoch für den Złotysturz verantwortlich zu machen, scheint mir verfehlt zu sein. "The substantial disproportion between the reserves of the Bank of Poland and the deficit of the foreign trade balance", die nach Młynarskis Meinung "might only have been removed by an inflow of foreign capital"[86]), wäre nie so intensiv geworden, wenn die Zentralnotenbank eine Kreditpolitik getrieben hätte, die ein Überhandnehmen der Einfuhr nicht zugelassen hätte.

Man wird also Młynarski nicht beistimmen können, daß es von Polen unabhängige Faktoren — wie Mißernte, Baisse der Zucker- und Kohlenpreise, mangelnde Auslandskredite — waren, die den Złotysturz verursachten. Diese Erklärung des Währungsverfalls geht in ihrer Begründung nicht weit genug zurück. Die Nachfrage nach eingeführten Waren übertraf in Polen in den Jahren 1924/25 die reale Kaufkraft der Bevölkerung. Nachfrage ist ja nicht der einfache Wunsch nach Waren, sondern der Wunsch, der auf Mittel gestützt ist, die Kaufkraft repräsentieren. Die den Einzelwirtschaften zur Verfügung stehenden Geldmittel bewirkten jedoch eine Nachfrage nach importierten Gütern, die die reale Kaufkraft der polnischen Bevölkerung übertraf. Unter realer Kaufkraft ist hier die Menge der nationalen Produkte zu verstehen, die die ausländischen Händler nachfragten. Die im Zusammenhang mit der Kreditpolitik der Bank Polski und der inflatorischen Geldschöpfung des Staates 1924/25 entstandene Geldmenge, die im Verhältnis zu den anderen ökonomischen Faktoren des Landes zu groß war, übertraf also die Grenzen, die durch die Menge der nationalen Produkte, fähig unter günstigen Bedingungen ausgeführt zu werden, gerechtfertigt waren. Gewiß haben Mißernte, die Baisse der Zucker- und Kohlenpreise und der Mangel an Auslandskrediten die Handelsbilanz beeinflußt und das Reformwerk der Regierung schwieriger gestaltet. Aber die Ursache der Passivität der Handelsbilanz in dem 1924—1925 erreichten Umfange, die Ursache des rapiden Rückganges des Devisenfonds bei der Bank Polski, war die zu reichliche Schöpfung von Zahlungsmitteln, die Einkommen und Löhne erhöhte[87]), und so die Nachfrage über die reale Kaufkraft der polnischen Bevölkerung hinaus anstachelte. Ohne die Gründe und Ursachen zu entfernen, die 1924/25 in erster Linie die Preissteigerung verursachten, konnte die Handels-

86) Młynarski, a. a. O. S. 57.

87) Coeffizient der Eink.*) von Staatsbeamten:

31. 1. 1924: 269,1.	31. 3. 1924: 584,7.	31. 5. 1924: 648,0.
29. 2. 1924: 671,9.	30. 4. 1924: 623,2.	30. 6. 1924: 648,0.

Die Berechnung des Coeffizienten der Löhne von größeren zusammenfassenden Arbeitergruppen war infolge der sehr stark zersplitterten polnischen Lohnstatistik nicht möglich. Jedoch weist die Statistik allgemein ein Anwachsen der Löhne in den Jahren 1924/25 auf. Vgl. Rocznik Statystyki 1924, S. 175—180, 340—346. — Vgl. Rocznik Statystyki 1925, S. 76.

*) In stabilisierter polnischer Mark. Vgl. Zbijewski, a. a. O. S. 16.

bilanz nicht ins Gleichgewicht gebracht und die Reserve der Bank Polski nicht vor Abfluß geschützt werden.

Widerlegung der zahlungsbilanztheoretischen Argumentation zur Erklärung des erhöhten Preisniveaus.

Die Argumentation, die in ihrer Beweisführung auf zahlungsbilanztheoretischer Grundlage steht, schreibt die Preissteigerung in Polen der gleichzeitigen Steigerung der Preise auf den Weltmärkten zu[88]). Das erste Symptom des Einflusses des ausländischen Preisniveaus auf das polnische hätte eine Begrenzung der Einfuhr ausländischer und eine Verstärkung der Ausfuhr polnischer Waren sein müssen, also eine Aktivierung der Zahlungsbilanz. Der Devisenzufluß bei der Bank Polski hätte den Geldumlauf gestärkt und der Bevölkerung eine stärkere Nachfrage nach Waren ermöglicht, die die Preise hätte anziehen lassen. Die tatsächlichen Vorgänge in den Jahren 1924/25 weisen jedoch keinerlei Symptome auf, die die Ansicht rechtfertigten, daß die polnische Preissteigerung von einer analogen Steigerung der Preise auf den Weltmärkten herrühre. Die Ausfuhr ging zurück und die Einfuhr nahm, anstatt sich zu vermindern, zu. Die Handelsbilanz wurde in zunehmendem Maße passiv. Es war also nicht denkbar, daß die Preissteigerungen in Polen erst im Gefolge der Preissteigerungen auf den Weltmärkten eintraten. Aus der folgenden Tabelle sehen wir, daß im Gegenteil die Preishausse in Polen voranging:

Generalindizes der Großhandelspreise[89]).

Datum	Polen	Deutschland	England	Vereinigte Staaten
30. 6. 1924	100	100	100	100
30. 9. 1924	111,7	106,8	103,6	101,3
31. 12. 1924	117,6	109,6	108,4	107,1
31. 3. 1925	120,9	109,5	102,7	109,7
30. 6. 1925	118,6	109,9	96,2	105,8
30. 9. 1925	126,4	111,4	97,3	107,1

Es ist allerdings behauptet worden, daß der Großhandelsindex für Polen nicht der Wirklichkeit entspräche, da die wesentlich stärkere Steigerung der landwirtschaftlichen Produkte in der Zeit von Juli 1924 bis Juni 1925[90]) die Preisbewegung der industriellen Produkte verfälsche. Infolgedessen ließe der Generalindex zwischen der Preis-

88) Vgl. Młynarski, a. a. O. S. 10.
89) Vgl. Mincer, a. a. O. S. 130.
90) Rocznik Statystyki 1927, S. 322.

bewegung in Polen und derjenigen im Ausland Differenzen sehen, die in Wirklichkeit nicht existierten. Die Preishausse sei nicht durch inflatorische Vermehrung des Zahlungsmittelumlaufes, sondern durch die schlechte Ernte und die Preissteigerung der Agrarprodukte hervorgerufen worden.

Allerdings waren die landwirtschaftlichen Produkte wesentlich schneller gestiegen als die industriellen Produkte. Jedoch zeigt uns ein Blick auf die nebenstehende Tabelle, daß eine Identität in der Preisbewegung der industriellen Produkte in Polen und im Auslande nicht vorlag. Vollkommen unzutreffend ist es, die Steigerung des Preisniveaus auf die schlechte Ernte[91]) zurückzuführen. Wäre dies richtig, dann hätte sich der Verlauf der Dinge folgendermaßen abspielen müssen: Schlechte Ernte schwächt die Kaufkraft der Landbevölkerung und damit auch die Nachfrage nach industriellen Produkten. Die Steigerung der Preise landwirtschaftlicher Produkte hätte die städtische Bevölkerung gezwungen, da sie wichtige Lebensmittel teurer zu bezahlen hatte, ihren sonstigen Bedarf einzuschränken. Die Preise der Industrieprodukte hätten sinken, oder die Menge ihrer Ausfuhr steigen müssen. Beides war jedoch nicht der Fall. Die Ausfuhr blieb stationär, und die Preise stiegen. Das beweist, wie Mincer mit Recht darlegt[92]), daß die Nachfrage stark genug war, um sie steigen zu lassen. Diese Nachfrage mußte sich auf genügende Zahlungsmittel stützen, d. h. die Käufer mußten über erhöhte Einkommen verfügen.

Die Ziffern der nebenstehenden Tabelle zeigen, daß in Deutschland der Preissteigerung der Agrarprodukte eine Senkung der Preise der Industrieprodukte entsprach. In England wurde die Preissteigerung der Produkte tierischen Ursprungs durch eine Senkung der anderen Produkte kompensiert. Zur selben Zeit konnte man in Polen eine Preissteigerung der Agrar- und Industrieprodukte beobachten.

Es waren also keineswegs "circumstances over which Poland had no control"[93]), die im Jahre 1924/25 die allgemeine Preissteigerung hervorriefen, die die Kaufkraft der polnischen Bevölkerung steigerten und schließlich zum Złotysturz führten.

Złotysturz und liberale Handelspolitik der Regierung.

Es bestand in Polen noch eine andere Meinung, die das Defizit der Handelsbilanz und den Złotysturz der liberalen Handelspolitik der Regierung, die von Juli 1924 bis Juni 1925 dauerte, zuschrieb, "for it did not protect the internal market against the excessive imports of foreign goods"[94]). Wir sind jedoch ebenso wie Młynarski der An-

91) Vgl. Młynarski, a. a. O. S. 33.
92) Vgl. Mincer, a. a. O. S. 135.
93) Vgl. Młynarski, a. a. O. S. 37.
94) Vgl. Młynarski, a. a. O. S. 31.

Tableau comparative des Prix, en Pologne, Allemagne, Angleterre[95])

	La Pologne			L'Allemagne			L'Angleterre		
	30. 6. 24	30. 6. 25	30. 7. 25	30. 6. 24	30. 6. 25	31. 7. 25	30. 6. 24	30. 6. 25	31. 7. 25
Indice général	100	118,6	118,9	100	109,9	110,5	100	96,2	93,5
Produits d'origine végétale	100	221,5	168,9	100	156,4	152,5	100	89,8	93,1
Produits d'origine animale	100	122,7	146,2	100	133,3	139,5	100	101,6	104,0
Métaux et charbon	100	100,0	104,0	100	95,0	95,3	100	95,1	99,5
Produits textiles	100	104,7	106,0	100	100,0	93,1	100	96,0	93,1

95) Vgl. Mincer, a. a. O. S. 137.

sicht, daß eine Erhöhung der Zollsätze den Złoty nicht vor dem Sturz hätte schützen können. Denn wenn auch eine protektionistische Handelspolitik durch Schmälerung der Einfuhr bei zunächst unverändertem Export eine Tendenz zur Aktivierung der Handelsbilanz hervorruft, so kann sich diese Tendenz doch nicht auf die Dauer durchsetzen, weil, abgesehen vom Falle der Kapitaleinfuhr, „einseitige Exportüberschüsse für ein Land ebensowenig möglich sind wie einseitige Importüberschüsse“[96]). Unter dem Einfluß des bei gleichbleibendem Export abnehmenden Imports tritt eine Senkung der intervalutarischen Kurse ein, die den Import so weit wieder anwachsen läßt und den Export so weit hemmt, bis das frühere Gleichgewicht der Handelsbilanz wiederhergestellt ist. Schutzzölle konnten die seit dem Frühjahr 1924 passive Handelsbilanz Polens nicht aktivieren. Schutzzölle können zwar den Umfang der Handelsbilanz, nicht aber ihren Saldo verändern, der je nachdem aktiv oder passiv bleibt[97]). Um eine Besserung im Verhältnis der Ein- und Ausfuhr zu schaffen, mußte vor allen Dingen die Preissteigerung im Innern des Landes gestoppt und reduziert werden.

Die zahlungsbilanztheoretische Argumentation zur Begründung des Währungsverfalls im Juli 1925 bewegt sich nur an der Oberfläche der Ursachenerklärung. Letzten Endes kann die Preissteigerung, wie das enorme Defizit der Handelsbilanz und der Złotysturz nur durch monetäre Faktoren erklärt werden, und zwar, da die Effizienz des Geldes zunächst keine positive Rolle spielte, vor allem durch die inflationistische Vermehrung des Zahlungsmittelumlaufes.

Die Ursache des Złotysturzes die ungenügende Regulierung der Geldquantität.

Betrachten wir die Kreditpolitik der Bank Polski unter dem Gesichtspunkt der Regulierung der Geldquantität, so sind es zwei Fehler, deren sich die Leitung der Bank schuldig machte: einmal einer Überschätzung der Bedeutung der Deckung, verbunden mit einer Unterschätzung der Bedeutung der Quantität des Geldes im weiteren Sinn — und dann einer Unterschätzung der Wirkungen der Zinspolitik.

Falsche Notenausgabepolitik der Bank Polski.

Wir sahen, daß sich bereits von Juli 1924 an eine Steigerung des Preisniveaus fühlbar machte, die auf eine zu large Kreditpolitik der Bank Polski zurückzuführen war. Die Bank fühlte sich jedoch anscheinend völlig sicher, da ihre Gold- und Devisendeckung Ende 1924, wie es in dem Bankbericht für 1924 heißt[98]), noch 100% betrug,

96) Vgl. Hahn a. a. O. S. 87.
97) Vgl. Hahn a. a. O. S. 87—90.
98) Compte rendu des operations de la Banque de Pologne, 1914, S. 14.

71 % in Devisen und ausländischen Valuten, 29 % in Gold. Wenn man diesen Prozentsatz auch als zu hoch bezeichnen muß, da die Girogelder nicht mit einbegriffen waren, so war doch der Prozentsatz von 64,8 %, der die Girokredite miteinbezieht, über doppelt so hoch wie es die gesetzliche Mindestdeckung verlangte. Dieser Umstand wird verschiedentlich als ein Beispiel einer äußerst klugen und weitsichtigen Politik bezeichnet. «Malgré une pression de tous côtés la Banque n'avait pas épuisé toute ses facultés d'émission[99]).»

Dennoch hätte sich die Bank Polski sagen müssen, daß eine ständige starke Notenvermehrung nach Lage der Güterpreise und Devisenmärkte nicht zulässig war. Eine noch so gute Deckung der Noten, wie sie anfangs bestand, konnte nicht verhindern, daß die Noten-

Datum	Saldo der Hb.	Preisindex	Totalumlauf
1924			
2.	— 5	111,8	294,2
3.	—10	110,4	331,2
4.	—20	109,0	317,1
5.	—23	104,0	440,0
6.	—22	100,6	489,7
7.	—16	102,3	530,8
8.	—18	109,2	563,5
9.	—17	112,4	591,1
10.	—42	116,4	642,9
11.	—22	116,6	629,0
12.	—43	118,3	675,8
1925			
1.	—62	119,5	694,3
2.	—48	121,2	737,1
3.	—69	121,6	754,8
4.	—94	119,4	752,5
5.	—80	121,2	766,2
6.	—66	121,6	747,1
7.	—94	119,6	746,3

vermehrung unzulässig war und daß sie eine Überhöhung des allgemeinen Preisniveaus bewirkte, unter deren Einfluß sich die Passivierung der Handelsbilanz verstärkte und die Deckung rapide verengte. Hätte die Bank Polski der Deckung weniger, der Quantität des Geldes im Verhältnis zu den sonstigen ökonomischen Tatbeständen dagegen

99) Compte rendu des operations de la Banque de Pologne, 1914.

mehr Bedeutung beigelegt, so hätte sie gewußt, daß ihre Notenausgabe auf Grund der ihr aus den verschiedensten Quellen zunächst reichlich zufließenden Devisen ohne eine Kontraktion oder wenigstens Unter-Druckhaltung der Diskontkredite preiserhöhend wirken und daß ihre Devisen auf dem Umweg über die Passivierung der Handelsbilanz wieder abfließen würden. Sie hätte dann wahrscheinlich nicht die eintretende Preissteigerung als Tatsache hingenommen und sogar der Tendenz zu weiterer Steigerung der Preise nachgeben dürfen. Der seit August 1924 bemerkbare Devisenabfluß hätte der Bank Polski zeigen müssen, daß auf dem derzeitigen Preisniveau ein Ausgleich der Devisenbilanz der Wirtschaft nicht erfolgte, nicht erfolgen konnte, sofern nicht Auslandskredite hereinkamen. Auf Auslandskredite zu hoffen, wäre in dem Augenblick ein gänzlich ungerechtfertigter Optimismus gewesen. Der Devisenabfluß der ersten Zeit wäre währungspolitisch unbedenklich gewesen, wenn die Bank Polski eher daran gegangen wäre, ihre Kredite derart zu restringieren, daß der übersteigerten Devisennachfrage der Boden entzogen wurde; denn die Kontraktion des Zahlungsmittelumlaufes hätte bald einen Preisdruck und auf diese Art den Ausgleich der Devisenbilanz hervorgerufen. Doch die prozentual starke Deckung ließ die Bank Polski immer weiter ihre Kredite ausdehnen, ohne daß man bedachte, welche Folgen diese offenbare Unterschätzung der Bedeutung der Quantität der Zahlungsmittel für die Währung haben konnte.

Überschätzung der Wirkungen der Zinspolitik.

Einen zweiten Fehler beging die Bank damit, daß sie ihren Zinssatz auf einem Niveau hielt, der viel niedriger als der Marktsatz war, und der vor allen Dingen auch dem Realzins nicht entsprach. Die Tatsache, daß die Bank Polski ihren Diskont im Oktober 1924 senkte, zu einer Zeit, wo Preissteigerung und Devisenabfluß bereits deutlich fühlbar wurden, spricht dafür, wie gering sie die währungspolitischen Wirkungen der Zinspolitik einschätzte, eine Einstellung, die sich aus der Überzeugung ergibt, daß sich die Quantität der im Wechseldiskontgeschäft von der Zentralbank emittierten Zahlungsmittel nach den Bedürfnissen des Verkehrs richtet. Der Behauptung, daß eine Inflation, eine Verflüssigung der Zahlungsmittelmenge im Verhältnis zum Handelsvolumen, infolge zu niedrigen Zinsfußes stattfinden oder doch, wie es in Polen geschah, intensiviert werden könne, ist von theoretischer Seite entgegnet worden, daß die Wirtschaft sich stets so viel Geld nehme, wie sie brauche, und zwar bediene sie sich gerade dabei des Wechsels. Da der Warenwechsel ja aus dem Warenverkehr entstünde, müßten, wenn letzterer wächst, auch mehr Wechsel geschaffen werden. Entstünden aber mehr Wechsel, so käme es zu häufigeren Diskontierungen und damit auch zu einer Vermehrung der Umlaufs-

mittel. Zuviel Geld könne auf diesem Wege nicht geschaffen werden, weil stets ein Rückstrom zur Zentralbank einsetze, wenn die Wechsel vom Aussteller honoriert werden.

Diese Kritik an der Inflationstheorie läßt sich jedoch folgendermaßen widerlegen[100]): Verfehlt ist zunächst die Behauptung, daß der Verkehr von sich aus die richtige Menge des durch das Wechseldiskontgeschäft ausströmenden Geldes bestimmt. Die Menge der Warenwechsel, die geschaffen wird, hängt nicht etwa allein von der Intensität des Warenverkehrs ab. Bei einem ganz erheblichen Teil aller Warenumsätze findet überhaupt Barzahlung statt. „Wird aber Kredit gewährt, dann braucht durchaus nicht die Form des Wechsels gewählt zu werden. Man kann auch die Form der Buchschuld anwenden[101])." Ein Blick in die Geschäftsberichte der Bank Polski gibt Aufschluß darüber, welche immerhin nicht zu unterschätzende Rolle die Girokredite in der Gesamtkreditgewährung der Bank Polski spielten (vgl. S. 43). Die Höhe des Bruchteiles aller Warenumsätze, bei denen Wechsel entstehen, wird neben anderen Momenten auch zweifellos durch den Diskontsatz bestimmt. Denn es ist klar, daß bei einem niedrigeren Diskontsatz die Schaffung von Warenwechseln in stärkerem Maße vor sich gehen wird. Ebenso ist auch der Teil, der von den einmal geschaffenen Wechseln zur Diskontierung gelangt, von der Höhe des Diskonts abhängig. Je geringer sie ist, um so mehr Wechsel gelangen zur Bank und umgekehrt.

Gewiß geht Bendixen in seiner Lehre vom „klassischen Gelde"[102]) von einem richtigen Grundgedanken aus, wenn er meint, daß eine Banknotenausgabe auf Grund von Warenwechseln im allgemeinen die geringste Tendenz zu Preissteigerungen aufweist. Doch muß gegen seine Geldschöpfungslehre eingewandt werden, daß eine Steigerung des Wechselumlaufes keineswegs nur durch den Verkauf von mehr Waren, sondern auch durch den Verkauf der gleichen Ware zu erhöhten Preisen erfolgt sein kann; ferner kann ein und dieselbe Ware verschiedentlich ihren Eigentümer gewechselt und also des öfteren als Geldschöpfungsunterlage gedient haben. Der Schuldner der Bank kann sich die Geldmittel, die er zur Rückzahlung benötigt, durch Aufnahme eines neuen Darlehns verschafft haben, und auch die Bank kann durch Prolongation der Darlehen die Banknote weiter im Verkehr halten. Demnach bewirkt also eine Notenzirkulation, die auf Warenwechsel basiert, keineswegs eine automatische Anpassung der Geldmenge an den Geldbedarf, wie es die Anhänger der Banking Theorie und Bendixen glauben. Denn die Nachfrage nach Kreditzahlungsmitteln ist ja durchaus nicht eine feste Größe, sondern sie ist abhängig von den Be-

100) Eucken, a. a. O. S. 42 f.
101) Eucken, a. a. O. S. 42 f.
102) Bendixen, Das Wesen des Geldes, Leipzig, 1908, S. 19.

dingungen, unter welchen die Bank Kredit gewährt. Die Höhe des Diskonts bestimmt, wie wir schon sagten (S. 74), die Schaffung und Diskontierung von Wechseln maßgeblich mit.

Demnach ist die Stellung der Zentralbank durchaus nicht so passiv, wie die Gegner der Inflationstheorie glauben. Vielmehr hat die Zentralbank kraft ihrer Zins- und Kreditpolitik die Macht, den Umfang des Wechsel- und Lombardgeschäfts, und somit die Geldquantität, die auf diesem Wege in den Umlauf gelangt, zu regulieren[103]). Durch Anwendung eines zu niedrigen Zinssatzes war es der Bank Polski möglich, ohne entsprechende Produktionssteigerung die Geldmenge zu vergrößern. Wäre der Zinsfuß gleich dem Realzins gewesen, d. h. jener Zinsrate, die durch Angebot und Nachfrage bestimmt werden würde, falls die Realkapitalien ohne Vermittlung des Geldes dargeliehen würden[104]), so hätte eine Inflation auf diesem Wege nicht eintreten können. Die Menge des vor allem durch das Diskontgeschäft aus der Bank Polski ausströmenden Geldes hätte dann den von den Kapitalisten zu Leihzwecken zur Verfügung gestellten Gütermengen bei ihrem bisherigen Preisstande entsprochen. Der Zins war aber niedriger als der Realzins, wurden doch auf den privaten Märkten Zinsraten gezahlt, die fünf- bis sechsmal so hoch waren wie der Zinssatz der Bank Polski. Es erfolgte also eine Geldschaffung, die dem augenblicklichen Preisstand der Gütervorräte nicht entsprach. Diese Gütervorräte waren, wie bereits erwähnt, in starkem Maße zusammengeschmolzen, so daß eine sehr erhebliche Steigerung des Zinses notwendig gewesen wäre.

Demnach kann der Bank Polski der Vorwurf nicht erspart bleiben, daß sie durch eine infolge ihrer Kredit- und Zinspolitik ungenügende Regulierung der Geldquantität die Erhaltung der Zlotystabilität bedrohte. Ihre Deflationsversuche setzten verspätet ein und konnten dann nicht mehr den erwünschten Erfolg haben, da sie durch die wachsende Ausgabe von staatlichem Kleingeld durchkreuzt wurden, deren Einlösung abzulehnen die Bank sich anscheinend nicht stark genug fühlte.

Die Kleingeldinflation.

Es ist nun noch nachzuweisen, daß durch die staatliche Kleingeldausgabe tatsächlich eine inflatorische Wirkung auf den Zahlungsmittelumlauf ausgeübt wurde.

Tadeusz Mincer weist mit Recht darauf hin, daß die Summe von 150 Millionen Zloty, zu deren Ausgabe das Gesetz vom 14 April 1924 den Staat ermächtigte, « ne constituait pas une nouvelle inflation, étant donné qu'elle devait remplacer les marks provenant de l'endettement du Tresor envers la Caisse Nationale des Prêts (P.K.K P.)[105]).» Hätte

103) Vgl. Mises, L. v. Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, S. 347—375.
104) Vgl. Mises, a. a. O. S. 364.
105) Mincer, a. a. O. S. 60.

das polnische Finanzministerium, wie immer wieder betont worden ist[106]), bei ihrer Emission von Kleingeld wirklich nur die tatsächlichen Bedürfnisse des Marktes im Auge gehabt, dann hätte er, wie die folgende Tabelle zeigt, nicht mehr als die im Gesetz vom 14. April 1924 vorgesehenen 150 Millionen Złoty in den Umlauf bringen dürfen.

Bei der Bank Polski

Datum	Emittiert. Kleingeld	in Millionen Złoty	in Beziehung zu Banknoten	Umlaufendes Kleingeld
30. 9. 1924	131,8	7,1	1,5 %	124,7
30. 10. 1924	150,7	14,7	2,9 %	136,0
30. 11. 1924	150,7	19,2	3,8 %	129,4
30. 12. 1924	150,7	27,6	5,0 %	123,1

Diese Zahlen zeigen uns, daß bis Ende Oktober 1924 150,7 Millionen Złoty in Scheidegeld, deren Stücke und Abschnitte nicht 2 Złoty übertrafen, emittiert wurden. Obwohl von da an bis Ende 1924 die Menge des emittierten Scheidegeldes konstant blieb, vergrößerte sich der Vorrat an dieser Art Geld bei der Bank Polski dauernd, bis er schließlich am 30. Dezember 1924 das statutenmäßig festgesetzte Maximum von 5 % der im Umlauf befindlichen Banknoten erreichte. Die Tatsache, daß sich Scheidegeld bei der Bank in wachsendem Maße ansammelte, ohne daß die Menge dieses Geldes vergrößert wurde, beweist, daß das Land in genügendem Maße damit versehen war. Die Emission von Scheidegeld, die den Betrag von 150 Millionen Złoty übertraf, konnte nicht anders als inflatorisch wirken. Die Ermächtigung des Staates, 5-Złotynoten auszugeben, führte im Jahre 1925 zu einer starken Steigerung der staatlichen Kleingeldemission. Die Beamten erhielten zum großen Teil ihre Gehälter in „Kleingeld" ausbezahlt[107]).

Selbstverständlich vollzog sich die Wirknug der Vermehrung der Geldmenge nicht automatisch. Sie vollzog sich durch eine Erhöhung der zum Konsum verwendeten Einkommen. Die Einkommensteigerung nahm ihren Ausgangspunkt vom Staate, der seinen Bedarf mit Noten bezahlte, griff dann auf diejenigen Wirtschaftssubjekte über, die durch den Staat ein erhöhtes Einkommen erhielten[108]). Der Umstand, daß die neuen Einkommen nicht aus „Erträgen" im Güterverkehr entstanden

106) Rocznik Statystyki 1924/25.
107) Vgl. Frankfurter Zeitung vom 20. Juni 1925.
108) Rocznik Statystyki 1924/25.

waren, bedeutete, daß die Wirkung der Geldvermehrung eine inflatorische sein mußte. Die Geldvermehrung hatte nur dann nicht preissteigernd gewirkt, wenn sie mit einer Steigerung der Erträge in Beziehung gestanden hätte.

Es war also der Złotysturz die Folge einer Politik der Bank Polski und der Regierung, die die Einkommen und Güterpreise von der Geldseite her derart beeinflußt hatte, daß die Stabilität des „Binnenwertes", d. h. der Kaufkraft des Geldes gegenüber den Waren erschüttert worden war, was sich entsprechend der Gedankenentwicklung der Inflationstheorie in einer Minderbewertung des Złoty im Auslande hatte auswirken müssen. Der Złotyverfall war keineswegs unabwendbar, wie die zahlungsbilanztheoretische Argumentation es darzustellen suchte. Die Währung hätte stabil gehalten werden können, wenn sich die verantwortlichen Stellen von theoretischen Grundsätzen hätten leiten lassen, die seit Ricardo immer wieder zur Anerkennung gelangt sind, Grundsätze, die von der verantwortlichen Leitung allein das Geschick der Währung abhängig machen und dieses nicht der Willkür von ihr unabhängiger Faktoren zuschreiben.

Das „zweite Złotygesetz", d. h. die Währungs- und Bankgesetzgebung vom 17. Oktober 1927, lieferte entsprechend den Forderungen der Inflationstheorie die Voraussetzungen für eine dauernde Aufrechterhaltung der neuen polnischen Währung: Der Staat verzichtete auf das Recht, eigene Noten auszugeben — die völlige Unabhängigkeit der Bank Polski wurde ausdrücklich anerkannt —, und die Noten der Bank Polski waren bei Beträgen über 20000 Złoty in Gold oder Golddevisen einlösbar, eine Einlösung, die durch die Menge, in denen sie geschieht, ganz im Sinne Ricardos, „andere als intervalutarische Interessen zurückweist"[109]). Allerdings ist auch bei einwandfreien Währungs- und Bankgesetzen schlechte Währungspolitik durchaus möglich. Das Schicksal der stabilisierten Złotywährung hing also davon ab, ob die Bank Polski sich zu der Währungspolitik bekennen würde, die Schacht für die Reichsbank in der Sitzung des Haushaltsausschusses des Reichstages am 27. Oktober 1927 in die Worte gefaßt hat:

„Solange die Reichsbank unabhängig ist, wird sie sich in keiner Weise dazu hergeben, irgendeine Inflation entstehen zu lassen. Dieses Theater haben wir einmal gehabt. Eine zweite Vorstellung wird bestimmt nicht stattfinden[110]).

---

109) Gutmann, Währungsideen und Währungsgestaltung in der Gegenwart, Jena 1928, S. 22.
110) Danziger Wirtschaftszeitung Nr. 44, S. 908.

Benutzte Literatur.

Bendixen, Fr.: Das Wesen des Geldes, Leipzig 1908.
— Währungspolitik und Geldtheorie, München 1919.
Cassel, G: Das Stabilisierungsproblem, Leipzig 1926.
Eucken, W.: Kritische Betrachtungen zum deutschen Geldproblem, Jena 1923.
Gutmann, F.: Währungsideen und Währungsgestaltung in der Gegenwart, Jena 1928.
— Staatliche Theorie des Geldes, in: Handwb. d. Staatsw. 4 Aufl.
— Auslandskredite und Auslandsverschuldung, Berlin 1930.
Hahn, A.: Geld und Kredit, Tübingen 1929.
Kemmerer, E. W.: Reports, submitted by the Commission of the American Financial experts headed by Dr. Kemmerer, Warshaw 1926.
Keynes, J. M.: A tract on monetary reform, London 1924.
Kisch & Elkin: Central Banks, London 1928.
Knapp, G. F.: Die staatliche Theorie des Geldes, Leipzig 1905.
Machlup, F.: Die Goldkernwährung, Halberstadt 1925.
Martin, P. G.: La stabilisation et le retour à la monnaie d'or, Paris 1925.
Mill, J. St.: Principles of Political economy, London 1886.
Mincer, Thadée: Le Zloty Polonais, Paris 1927.
Młynarski, Felix: The international Significance of the depreciation of the Zloty in 1925, Warshaw 1926.
Mises, L. v.: Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, München und Leipzig 1924.
Ricardo, D.: Principles of Political economy and Taxation, London 1821.
— High Price of Bullion, a proof of the depreciation of banknotes, London 1811.
— Proposals for an economical and secure currency, London 1816.
(Sämtlich in "The works of David Ricardo" by Mc Culloch, London 1866.)
Rist, Ch.: La déflation en pratique, Paris 1924.
Schön, J.: Das polnische Bankwesen, Basel 1927.
Schäfer, K.: Klassische Valutastabilisierungen, Hamburg 1922.
Schumpeter, J.: Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige, Arch. f. Sozw. 44. Bd.
— Kreditkontrolle, Arch. f. Sozw. 54. Bd.
Szeps, J.: Währungs- und Notenbankpolitik der Republik Polen, Basel 1926.
Triebe, I. G.: Zehn Jahre polnische Währung, Breslau 1929.
Zbijewski, V. J.: La stabilisation Monétaire en Pologne, Paris 1928.

Comptes rendus des opérations de la Banque de Pologne, 1924—27.
Danziger Wirtschaftszeitung 1924—27.
Rocznik Statystyki Rzeczypospolitej Polskiej, Warszawa 1924—27.
Währungsakten der Bank Polski, zusammengestellt vom Archiv der Bank von Danzig.

Lebenslauf.

Ich, Gertrud Günther, wurde am 7. November 1905 in Danzig geboren. Bis zur Obersekunda besuchte ich die Viktoriaschule Danzig. Das Abitur bestand ich an der Breslauer Viktoriaschule im März 1925. Anschließend studierte ich drei Semester Nationalökonomie und Sprachen an der Universität Breslau. Im Herbst 1926 ging ich als Austauschstudentin nach Wellesley College, Massachusetts, wo ich im Juni 1927 den Grad eines B. A. erhielt. Von 1927/28 setzte ich in Wellesley meine Studien in Volkswirtschaft und Soziologie fort, während ich zu gleicher Zeit Assistentin im German Department war. Im W/S. 1928 kehrte ich nach Breslau zurück, wo ich im Dezember 1929 die Diplomvolkswirtprüfung und im Dezember 1930 die mündliche Doktorprüfung bestand.

Zoppot, Freie Stadt Danzig, den 20. September 1931.